

Tilburg University

Bonusaandelen en stockdividenden

Bervoets, Karel Willem Antoon

Publication date:
1954

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Bervoets, K. W. A. (1954). *Bonusaandelen en stockdividenden: een studie over het aandelenkapitaal en over uitkeringen in aandelen*. [Tilburg University]. Stenfert Kroese.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

BONUSAANDELEN EN STOCKDIVIDENDEN

K. W. A. BERVÖETS

H78 eg 6

BONUSAANDELEN EN STOCKDIVIDENDEN

Besproken in:

De Econoomist, 1955, blz. 170-172.

E.S.B. jg. 41, 1956 nr. 2028,
blz. 413-414 door C. Jongman.

KATHOLIEKE
UNIVERSITEIT
BRABANT

POSTBUS 90153
5000 LE TILBURG

BIBLIOTHEEK

Dit werk terug te bezorgen uiterlijk op:

BEPALING UIT HET REGLEMENT

Een werk, dat iemand in bruikleen heeft, mag door hem in geen geval worden uitgeleend.

BIBLIOTHEEK KATHOLIEKE HOGESCHOOL
Hogeschoollaan 225 — Tilburg — Telefoon 04250 - 32060

Dit werk terug te bezorgen uiterlijk op :

~~7/8~~ 4/1

BEPALING UIT HET REGLEMENT

Een werk, dat iemand in bruikleen heeft, mag door hem in geen geval worden uitgeleend.

BONUSAANDELEN EN STOCKDIVIDENDEN

Een studie over het aandelenkapitaal
en over uitkeringen in aandelen

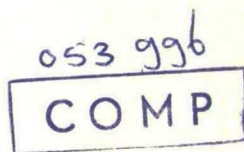
PROEFSCHRIFT

TER VERKRIJGING VAN DE GRAAD VAN DOCTOR
IN DE ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN AAN DE
KATHOLIEKE ECONOMISCHE HOGESCHOOL TE
TILBURG, OP GEZAG VAN DE RECTOR MAGNI-
FICUS DR J. M. PIETERS, HOOGLERAAR IN DE
BESTUURSWETENSCHAPPEN EN IN DE LEER
VAN DE ECONOMISCHE EN SOCIALE AANPASSING
VAN DE IN MODERNE ONTWIKKELING ACHTER-
GEBLEVEN GEBIEDEN, IN HET OPENBAAR TE
VERDEDIGEN OP DONDERDAG 18 NOVEMBER 1954
DES NAMIDDAGS TE 4 UUR

DOOR

KAREL WILLEM ANTOON BERVOETS

geboren te Sneek



1954

H. E. STENFERT KROESE N.V. — LEIDEN



PROMOTOR: PROF. DR P. P. VAN BERKUM

53996.

De erkentelijkheid voor de vorming der persoonlijkheid en de opleiding tot vakmanschap, die hoogleraren en docenten der Katholieke Economische Hogeschool mij hebben geschonken, is nog met de jaren toegenomen. Het zij mij vergund, Hooggeleerde Van Ketel, U in het bijzonder mijn dank te betuigen voor hetgeen Uw voorbeeld en Uw wijsheid mij hebben geleerd en nog steeds leren.

Weest, Hooggeleerde Van Berkum, ervan overtuigd, dat Uw vriendschappelijke steun en hulpvaardige belangstelling de grootste stimulansen zijn geweest om dit werk te voltooien. Moge mijn dankbaarheid uit mijn verder werken blijken.

INHOUD

I.	Inleiding, historisch overzicht en probleemstelling . . .	1
II.	Theorie over het gestorte aandelenkapitaal	13
§ 1.	Betekenis en functies van het gestorte aandelenkapitaal.	13
§ 2.	Het aandelenkapitaal en het vermogen	20
§ 3.	Aandelenkapitaal, dividendpolitiek en winstinhouding	25
§ 4.	De aandeelhouder als participant en als belegger	34
III.	Motieven voor vergroting van het aandelenkapitaal uit reserves	43 ✓
IV.	Het bonusaandeel	54
§ 1.	Woordverklaring en definitie	54 ✕
§ 2.	Bonusaandeel en winstverdeling	57
§ 3.	Bonusaandeel en dividendpolitiek	64
§ 4.	Motieven voor uitkering van de aandelenbonus.	68
§ 5.	Het bonusaandeel en de fiscus	80
V.	Het bonusaandeel in de praktijk	85
§ 1.	De aanloopperiode	85
§ 2.	Overheidsbeïnvloeding - Herkapitalisatie 1941	89 ✕
§ 3.	Overheidsbeïnvloeding - Herkapitalisatie 1951	100 ✕
§ 4.	De agio-bonus	109
VI.	Het stockdividend	116
§ 1.	Woordverklaring en definitie	116
§ 2.	Stockdividend en aandelenkapitaal	118
§ 3.	Stockdividend en aandeelhouder	121
§ 4.	Stockdividend en expansiefinanciering	129
§ 5.	Stockdividend, liquiditeit en rentabiliteit	133
§ 6.	Het stockdividend bij herhaald gebruik	139
§ 7.	Het stockdividend in de praktijk	145
§ 8.	Arbeiderswinstdeling in de vorm van aandelen	158
	Besluit	170
	Bijlage I	172
	Bijlage II	174
	Bijlage III	178
	Lijst van geraadpleegde literatuur.	180

I

INLEIDING, HISTORISCH OVERZICHT EN PROBLEEMSTELLING

Deze studie handelt over een bepaald soort aandelen en een bepaald soort dividenden. Zij heeft tot object enige verschijnselen, die alleen bij een n.v., althans bij een vennootschap op aandelen, kunnen optreden, want aandeelen dividend zijn hieraan specifiek.

Wat bonusaandelen en stockdividenden zijn, zal in de hoofdstukken, die er speciaal aan zijn gewijd, nader worden uiteengezet. Voorlopig zij er alleen op gewezen, dat beide begrippen gemeen hebben, dat men er uitkeringen door de n.v. onder verstaat, en wel uitkeringen in de vorm van aandelen, die gewoonlijk aan de aandeelhouders ten goede komen.

Het onderzoek zal daarom over aandelen en over het aandelenkapitaal moeten handelen, hetgeen in de ondertitel tot uitdrukking wordt gebracht. Het zal een bedrijfseconomische studie zijn, waarbij een onderzoek naar de financieringsvraagstukken, die aan de genoemde verschijnselen ten grondslag liggen, het doel is.

De ondertitel duidt ook aan, dat het uitkeringen van de n.v. betreft. Winstuitkeringen of liquidatie-uitkeringen in contanten zijn door de titel reeds van onderzoek uitgesloten. Maar ook de bedoelde uitkering in aandelen als object van onderzoek dient nog nader te worden omschreven. Immers aan de aandeelhouders kan kapitaal worden uitgekeerd in de vorm van aandelen van dochterondernemingen. De moedermaatschappij doet dan geheel of voor een deel afstand van haar aandelenbezit in een of meer dochterondernemingen. Voor zover door deze afstoting van belangen de structuur van de n.v. wordt gewijzigd, is hier sprake van een gedeeltelijke liquidatie. Deze soort van kapitaaluitkering zal niet het object van beschouwing zijn.

Van meer belang is het verschijnsel, dat aan aandeelhouders ener n.v. een kapitaaluitkering in de vorm van aandelen van dezelfde n.v. wordt verstrekt, hetzij doordat aan iedere aandeelhouder een geheel of een deel van een nieuw aandeel wordt toegewezen, hetzij dat de nominale waarde der aandelen wordt verhoogd. Dit soort transacties, die dus uitkeringen in de vorm van eigen kapitaal der n.v. zijn, zullen het object van deze studie

vormen. Het zijn de kapitaaluitkeringen ener n.v. in de meest strikte zin, nl. uitkeringen van dezelfde aard als waaruit hun deelneming bestaat, aan de deelhebbers in het kapitaal ener n.v. Zij worden gekenmerkt door het feit, dat van de rechthebbenden op de uitkering geen tegenprestatie wordt verlangd, bv. in de vorm van een inbreng of storting van een geldsom.

Bonusaandelen en stockdividenden zijn de twee vormen, waaronder dit soort kapitaaluitkeringen in engere zin voorkomen. Het verschil tussen deze twee bestaat hierin, dat stockdividenden worden uitgekeerd ten laste van de winst van het boekjaar en dat bonusuitkeringen geschieden ten laste van de reserves. Het maakt ogenschijnlijk bij de verkrijging door de aandeelhouder geen verschil of de uitkering in aandelen bonus of stockdividend wordt geheten.

Het verschil is meer intern bij de n.v. gelegen. Daarom is waarschijnlijk in de literatuur, die voornamelijk van juridische en fiscale aard is, dit verschil dikwijls verwaarloosd¹. Voor de verhouding tot personen en lichamen buiten de n.v., maakt het weinig uit, hoe de kapitaalvergroting zonder storting is ontstaan; het feit van haar ontstaan en bestaan en de omvang daarvan is genoeg. Voor de n.v. zelf, als economisch lichaam kan het echter wel van belang zijn, hoe en ook waarom de kapitaalvergroting zonder tegenprestatie is toegepast. Voor de n.v. is het een nieuwe financieringsfiguur, in die zin, dat een wijziging in de financieringsstructuur er mede in verband staat. Deze financieringsfiguur in haar beide vormen van stockdividend en bonusaandeel is het onderwerp van deze studie.

Beperking tot Nederlandse n.n.v.v.

Uitdrukkelijk zij nog vooropgesteld, dat het onderwerp van deze studie zich beperkt tot een onderzoek van het voorkomen van stockdividenden en bonusuitkeringen bij Nederlandse naamloze vennootschappen. Deze begrenzing is gewenst, omdat het een groot verschil kan maken welke het juridische uitgangspunt is, van waaruit men het verschijnsel van stockdividend en bonus gaat bezien. De Nederlandse wet kent alleen de n.v. met een vastgesteld nominaal kapitaal².

¹ o.a. E. J. J. van der Heyden, Handboek voor de Naamloze Vennootschap, bewerkt door W. C. L. van der Grinten, Zwolle 1946, blz. 275. Zowel aandelen, uitgereikt wegens aanspraken, ontstaan uit bedrijfswinsten als uit buitengewone operaties, zoals het opheffen van reserves of kapitaaluitgiften met beding van agio beschouwt v. d. H. als bonusaandeel. Ook Th. W. F. Speetjens, Het Kapitaal der Naamloze Vennootschap naar Nederlandsch Recht, Roermond, laat op blz. 113 duidelijk uitkomen, dat hij stockdividenden niet kent maar ze als bonusaandeel betitelt.

² Volgens art. 36 d. W. v. K.

De onderscheiding tussen maatschappelijk, geplaatst en gestort kapitaal doet hieraan niets af; in tegendeel, alle drie onderscheidingen moeten met een bedrag worden aangeduid ter onderscheiding van het potentiële, het actuele en het ingebrachte kapitaal van de n.v.¹ Dit heeft tot gevolg, dat bij iedere uitkering van een bonus of een stockdividend een wijziging in de vorm van een vergroting van het geplaatste en gestorte kapitaal plaats vindt. In landen, waar men naast het aandeel met nominale waarde ook het aandeel zonder nominale waarde kent, zoals bv. in de Ver. Staten van Noord Amerika en in België, heeft de uitkering van stockdividend en bonus een geheel andere betekenis. In ons land wordt aan het nominale kapitaal en het nominale bedrag per aandeel als grondslag van waarde een vrij grote betekenis gehecht. De winstuitkeringen worden uitgedrukt in procenten van de nominale waarde, ook de beurskoers wordt in procenten van de nominale waarde uitgedrukt.

Ook in het maatschappelijke verkeer wordt aan de grootte van het nominale kapitaal een zekere betekenis toegekend. Men meet de grootte van het bedrijf aan of mede aan de grootte van het geplaatste aandelenkapitaal. De waarschuwingen, dat men zich hierop niet moet blindstaren, zijn er al het bewijs van. Dit wordt mede in de hand gewerkt doordat juridisch het gestorte aandelenkapitaal beschouwd wordt als een waarborg voor de schuldeisers der n.v.

Wanneer door een devaluatie van de landsmunt het geplaatste aandelenkapitaal in het buitenlandse verkeer een verkleinde indruk maakt, dan wordt dit als een nadeel gevoeld. Zo wordt in het prospectus van 1946 betreffende een aandelenemissie van de Hollandsche Bank Unie N.V. o.a. gezegd: „Hierdoor wordt tevens verkregen, dat de kapitalisatie van de Bank, welke in buitenlandse ogen bij eenvoudige omrekening door de waardeverandering van de gulden schijnbaar was gedaald, belangrijk boven het vooroorlogse niveau komt te liggen. Ongetwijfeld zal dit ook ten goede komen aan het bedrijf van onze buitenlandse kantoren”.

Deze wijze van beoordeling wordt geheel anders, zodra de wet naast het nominale kapitaal ook het kapitaal zonder nominale waarde erkent. Het is bij een kapitaal zonder nominale waarde niet meer mogelijk het dividend in procenten uit te drukken. De effectenbeurs zal er toe overgaan, om alle aandelen in eensluidend geld te noteren, omdat anders iedere vergelijkingsbasis van de prijs tussen aandelen met of zonder nominale waarde zoek is. In het maatschappelijke verkeer zal het uitstaande

¹ Vgl. Th. W. F. Speetjens, Het Kapitaal der Naamloze Vennootschap naar Nederlandsch Recht, Roermond 1947, blz. 67.

nominale kapitaal zijn betekenis verliezen, omdat de wet de overgang naar kapitaal zonder nominale waarde toestaat. De betekenis van het uitstaande nominale kapitaal als basis voor boniteit vervalt dan geheel en al; men moet immers reeds voor n.n.v.v. met kapitaal zonder nominale waarde naar andere grondslagen voor de beoordeling der tegoedheid uitzien, zodat deze andere wijze van beoordeling ook meer zal worden toegepast op n.n.v.v. met nominaal uitstaand kapitaal.

Aldus zal de juridische erkenning van het kapitaal zonder nominale waarde op velerlei gebied de betekenis van het nominale kapitaal doen veranderen. Daarom is er alle reden om ook de betekenis van het bonusaandeel en het stockdividend, — die niets anders ten gevolge hebben dan vergroting van het aandelenkapitaal — in landen, waar het aandeel zonder nominale waarde is erkend, anders te achten dan bv. in Nederland. Dit wijst al het verschil in terminologie uit. In Amerika spreekt men van „split-up”, dus van splitsing van het kapitaal voor die gevallen, waarin bij ons over bonusaandelen wordt gesproken. Hierbij wordt in het spraakgebruik geen onderscheid gemaakt tussen kapitaal met en zonder nominale waarde. Bij officiële aankondigingen van „split-up” van een aandelenkapitaal met nominale waarde wordt wel onderscheid gemaakt tussen een echte „split-up”, d.w.z. een verdeling van het nominale kapitaal in meer aandelen door verhoudingsgewijze verlaging van de nominale waarde per aandeel, en een uitkering van een bonusaandeel, waarbij het nominale kapitaal vergroot wordt. In dit laatste geval spreken de aankondigingen van de zijde van de maatschappijen van een „stockdividend” (aldus dit woord een ruimere betekenis gevend dan bij ons gebruikelijk is), maar in de commentaren en berichten in de Amerikaanse financiële pers wordt ook een dergelijke bonusuitkering als „split-up” betiteld ¹.

¹ B. Graham and D. L. Dodd, *Security Analysis*, New York 1951, p. 441. Vergelijk bv. de „split-up” van de aandelen General Motors Corp. op 3 October 1950, waarbij het aantal aandelen werd verdubbeld door verlaging van de nominale waarde van \$ 10 tot \$ 5, met de uitkering van een stockdividend van 100 % in aandelen van nominaal \$ 5 op 14 Juni 1951 bij de Continental Oil Co. Voor Nederlandse houders van deze aandelen of van certificaten van deze aandelen heeft het verschil in techniek van verdubbeling van het aantal aandelen, dat de Amerikaanse aandeelhouder niet het minste belang heeft ingeboezemd, een groot verschil van fiscale gevolgen opgeleverd. Bij de kapitaalverdubbeling der General Motors bleef het nominale kapitaal onveranderd en nam ook de Nederlandse fiscus aan, dat er geen enkele wijziging in het bezit van de aandeelhouder optrad. Bij de kapitaalverdubbeling van de Continental Oil moest worden aangenomen, dat de Nederlandse aandeelhouder de volle nominale waarde van de nieuwe aandelen volledig belastbaar voor de inkomsten belasting moest opgeven. Ook t.a.v. het Effectenzegel heeft dit verschil gevolgen.

Overigens wordt gewoonlijk de betekenis van de nominale waarde in de Ver. Staten van weinig practisch belang geacht; t.a.v. inbreng en storting bij de oprichting is er meestal geen enkel verband meer tussen de nominale waarde en het reëel gestorte bedrag op de aandelen. Maar geheel zonder critiek is het wegcijferen van de nominale waarde ook in Amerika niet gebleven ¹.

Dit verschil in betekenis van kapitaaluitkeringen in Nederland (en in andere landen, waar alleen het aandeel met nominale waarde is toegelaten) en bv. de Ver. Staten, waar het gebruik van split-up en stockdividend zeer frequent is, eist een voor ieder land afzonderlijke behandeling van deze verschijnselen ². De beperking van het onderzoek tot Nederlandse naamloze vennootschappen is daarom zeker gewenst, omdat hierdoor verwarring, die door onjuiste vergelijking met situaties, die binnen andere juridische systemen zijn ontstaan, wordt voorkomen.

Historisch onderzoek

Het verschijnsel van uitkering van bonusaandelen en van stockdividenden is in Nederland nog nieuw. Toch blijkt uit de historie, dat men de mogelijkheid van uitkering in aandelen reeds vrij vroeg onderkende.

De Verenigde Oost-Indische Compagnie, hoewel geen n.v. in moderne zin, maar waarin het beginsel der collectieve aansprakelijkheid toch volledig werd erkend ³, heeft gedurende haar bestaan haar aandelenkapitaal nooit verhoogd. Men zag niet in, hoe uitbreiding van kapitaal mogelijk was, zonder de belangen van de aandeelhouders te benadelen. De uitgifte boven pari al of niet met toekenning van claimrecht en uitgifte van bonusaandelen waren volgens De Heer nog onbekend ⁴. Ten tijde van gebrek aan geldmiddelen ging de V.O.C. er wel toe over dividen-

Dergelijke voorbeelden zijn er veelvuldig en hebben in 1953 aanleiding gegeven tot Ministeriële Resoluties, om de fiscale gevolgen in Nederland te regelen.

¹ N. S. Buchanan, *The Economics of Corporate Enterprise*, New York 1950, p. 102—104.

² Voor een nadere uiteenzetting van de Amerikaanse begrippen van stockdividend, bonus, split-up, enz. zie O. Bakker, *Bedrijfshuishoudkunde*, Deel II, *Het financiewezen der Onderneming*, Purmerend, z. j., blz. 174 e.v. Moderner is B. Graham and D. L. Dodd, *Security Analysis*, third ed. New York 1951, p. 439.

³ E. J. J. van der Heyden, *De Ontwikkeling van de Naamloze Vennootschap in Nederland vóór de Codificatie*, Amsterdam 1908, blz. 57 e.v.

⁴ A. de Heer, *Bijdrage tot de Financiële Geschiedenis der Oost-Indische Compagnie*, prfshr. Rotterdam 1929, blz. 30. Waarschijnlijk is hier met bonusaandeel tevens stockdividend bedoeld.

den in de vorm van obligaties uit te keren. In 1673 is er een dividend van $33\frac{1}{3}$ % uitgekeerd in obligaties ten laste van de Staten van Holland en Zeeland. In feite was dit een overheveling aan de aandeelhouders van een vordering op de staat. Deze vordering was ontstaan, doordat de Compagnie voor f 2 miljoen de uitrusting van de vloot in de 2e Engelse oorlog op zich had genomen. Een dergelijke uitkering, die een afstoting van een vordering voor de Compagnie inhield, is geen kapitaaluitkering in de hier bedoelde zin.

In 1678 is voor het eerst het dividend ad $12\frac{1}{2}$ % betaalbaar gesteld in 4 % onaflosbare obligaties ten laste van de Generale Compagnie, in 1679 gevolgd door een uitkering van 25 % in dezelfde vorm. Ook in de jaren 1680, 1681 en 1682 zijn uitkeringen in de vorm van deze 4 % onaflosbare obligaties gedaan. In 1684 zijn de 4 % obligaties, die (in tegenstelling met de aandelen) aan toonder luidden, door een aanbod tot vrijwillige conversie omgezet in $3\frac{1}{2}$ % obligaties. In de jaren 1696, 1697 en 1698 zijn receptissen van $3\frac{1}{2}$ % obligaties ten laste van onderscheiden Kameren uitgegeven als dividenduitkering, welke receptissen in 1699 zijn omgewisseld in 3 % obligaties. Nadien heeft de Oost-Indische Compagnie geen dividend in obligaties meer uitgekeerd¹. Deze weinig voorkomende vorm van obligatiedividend² moge het onderwerp van deze studie niet raken, maar toont wel aan, dat reeds in de zeventiende eeuw gezocht werd naar winstuitkeringen, die de geldelijke middelen van het bedrijf niet aantasten. Het is trouwens algemeen bekend, dat de V.O.C. haar deelhebbers het winstaandeel meermalen in peper betaalbaar stelde.

Het jaar 1720 heeft „de emancipatie van de naamloze vennootschapsgedachte” gebracht³. De uitsluiting van de aansprakelijkheid boven het bedrag der intekening in de vorm van een uitstaand nominaal kapitaal, verdeeld in gelijke delen, is dan een feit geworden. De onbekendheid, en daardoor de overschatting van de krachten, die de nieuwe vorm van economische samenwerking bood, heeft in 1720 aanleiding gegeven tot de onbetamelijke gokwoede in actiën, die in de historie bekend staat als „Het Groote Tafereel der Dwaasheid”, maar Van der Heyden acht de emancipatie der n.v.-gedachte toch een betere karakteristiek voor het jaar 1720 dan de windhandel.

Bonusaandelen waren in 1720 nog onbekend; wel trad de uitgifte van aandelen boven pari naar voren: de West-Indische

¹ A. de Heer, t.a.p. blz. 27 e.v. en blz. 54.

² Vgl. A. C. M. van Keep, *De Dividendpolitiek*, Leiden 1950, blz. 83 e.v.

³ E. J. J. van der Heyden, *ibid* blz. 161.

Compagnie stelde toen een inschrijving van $4\frac{1}{2}$ miljoen open tegen de uitgiftekoers van 250 %¹.

Als men een halve eeuw later van de schrik over de windhandel is bekomen en na 1770 de nieuwe vorm van economische samenwerking weer gereeder gaat toepassen, komt in de statuten steeds meer de eis tot reservevorming naar voren². Het begin van de 19e eeuw brengt als consequentie hiervan, dat men statutair ook het bonusaandeel als mogelijkheid erkent.

Van der Heyden³ deelt mede, dat in het voorlopige contract — Berigt zoals het heette — tot oprichting van de Hollandsche Brand- en Levensverzekering-Sociëteit te Amsterdam d.d. 15 Februari 1808 is bepaald, dat tweederde gedeelte van de winst gebracht moet worden „op eene Rekening genaamd Cas van Overwinst en Reserve”. Zodra deze reservekas tot op het dubbele bedrag van de „gefourneerde penningen” zou zijn aangegroeid, zouden de aandeelhouders, die bij de inschrijving slechts 50 % behoeften te storten, van het obligo der resterende 50 % worden ontslagen. Deze mogelijkheid tot volstorting ten laste van de reserves behoort tot die herkapitalisaties, die thans onder uitkeringen van bonusaandelen worden gerangschikt.

De Hollandsche Sociëteit van Levensverzekeringen, in 1807, dus een jaar eerder opgericht, heeft eenzelfde bepaling in haar oorspronkelijke statuten gekend. In het gedenkboek, bij haar 100-jarig bestaan in 1907 uitgegeven, worden de statuten niet volledig opgenomen. Er blijkt echter, dat in 1864 „de oude statutaire Reserve geklommen was tot f 750.000.— . . . Ingevolge Art. 16 der Statuten werd daarvan f 500.000.— op Kapitaal-rekening overgeschreven, de Aandeelhouders werden van alle bijstorting op de aandelen ontheven en de nieuwe Statutaire Reserve werd op f 250.000.— gebracht”⁴. Het volgestorte kapitaal bedroeg toen f 1.000.000.—. De bij statuten beloofde volstorting ten laste van de reserves is hier dus een feit geworden.

Vele gedenkboeken van jubilerende n.n.v.v. zijn geraadpleegd om te achterhalen of in de 19e eeuw meer kapitaaluitkeringen ten laste van de reserves hebben plaatsgevonden. Het verder enige resultaat van dit onderzoek waren de uitkeringen, die de Nederlandsche-Handel-Maatschappij heeft verricht. Bij de vernieuwing van het octrooi voor 25 jaar in 1849 heeft men

¹ E. J. J. van der Heyden, *ibid* blz. 156.

² E. J. J. van der Heyden, *ibid* blz. 185, 187, 195, 203, 205, 210, 212, 213 en 222.

³ E. J. J. van der Heyden, *ibid* blz. 203.

⁴ Gedenkboek ter gelegenheid van het Honderdjarig Bestaan der Hollandsche Sociëteit van Levensverzekeringen, 1807—1907, blz. 64.

gehandeld, alsof men opnieuw een vennootschap aanging. Nieuwe acten van vennootschap werden gepasseerd en houders der aandelen moesten door ter stempeling aanbieden der aandelen zich uitspreken, of zij in de nieuwe vennootschap wensten deel te nemen. Om deze reden werd besloten tot uitkering van het reservefonds. Van de 23.000 aandelen van f 1.000.— werden er $22.366\frac{1}{4}$ ter stempeling aangeboden. Aan hen werd ten laste van de reserve een half aandeel plus f 39.04 in contanten voor elk aandeel van f 1.000.— uitgekeerd¹.

De motivering, dat de uitkering in aandelen in feite geschiedde om schoon schip te maken voor een nieuwe bestaansperiode, is voor moderne oren vreemd. Ook in 1874 zijn bij het aflopen van de tweede vijftwintig-jarige termijn op dezelfde wijze als in 1849 de reserves uitgekeerd. Aan aandeelhouders werd toen 42.9 % extra uitgekeerd, waarbij op elke vier oude aandelen een nieuw aandeel werd verstrekt en het restant in contanten beschikbaar werd gesteld. Wel was men niet meer van mening, dat de verlenging een vernieuwing van de vennootschap inhield. De rechtskundige adviseur raadde juist daarom aan de verlenging en de statutenwijziging, waardoor het karakter der maatschappij zich wijzigde, uit elkaar te houden. Wel was hij van mening, dat elke deelhebber, die geen verlenging begeerde, evenals in 1849 recht had op een uitkering in contanten van zijn aandeel in alle activa der maatschappij². Men beschouwde de N.H.M. nog geheel en al als een vereniging van deelhebbers, aan wie de reserves in de overeengekomen tijd van bestaan gevormd, toekwamen, en niet als een zelfstandig economisch lichaam. De continuering van de onderneming gaf echter aanleiding tot nauwere binding van gereserveerde middelen aan de onderneming³. Hier zou een aanwijzing in kunnen schuilen, dat kapitaaluitkeringen eigenlijk inhaerent zijn aan het streven naar zelfstandig voortbestaan der n.n.v.v.

Of overigens vóór 1900 geen enkele kapitaaluitkering heeft plaatsgevonden, is bij gebrek aan gegevens niet met zekerheid te zeggen, al lijkt het niet waarschijnlijk dat het in enige omvang is geschied. Het aantal bestaande n.n.v.v. bedroeg op 31 December 1883 nog slechts 683 en was op 31 December 1899 aangegroeid tot 3037⁴. Bij dit verhoudingsgewijs kleine aantal

¹ W. F. M. Mansvelt, *Geschiedenis van de Nederlandsche Handel-Maatschappij 1824—1924*, Tweede Deel, blz. 225.

² W. F. M. Mansvelt, *ibid*, blz. 397 e.v.

³ W. F. M. Mansvelt, blz. 456: „Sedertdien wonnen andere denkbeelden veld omtrent reservevorming. Deze werd niet ten derde male verdeeld, maar behouden tot versterking van de positie der vennootschap”.

⁴ Overeenkomstig gegevens uit van Nierop & Baak's *Naamloze Vennootschappen*, 1e t/m 18e jaargang (1883 t/m 1899).

n.n.v.v. zullen dergelijke bijzondere wijzen van uitkeringen niet veel voorkomen. In de twintigste eeuw, vooral na 1914, is het aantal n.n.v.v. sterk toegenomen.

In 1939 bedroeg het aantal naamloze vennootschappen voor de winstbelasting 25.277¹. Voor 1947 is opgegeven, dat het aantal bestaande n.n.v.v. 16.536 bedroeg, terwijl volgens een ruwe raming voor het boekjaar 1948 het aantal gesteld zou kunnen worden op 18.190². De genoemde cijfers van vóór 1900 zijn overigens niet vergelijkbaar met die over 1939 en 1948, omdat zij op verschillende grondslagen berusten. Met het noemen van deze cijfers wil alleen een tendenz aangeduid worden, nl. dat het aantal n.n.v.v. in Nederland tot 1939 een voortdurende stijging heeft vertoond, doch dat daarna een daling, al of niet tijdelijk, mede ten gevolge van overheidsmaatregelen is opgetreden.

Overigens doet het aantal bestaande naamloze vennootschappen niet veel af aan de mogelijkheid van kapitaaluitkeringen. De geschatte teruggang van het aantal n.n.v.v. tussen 1939 en 1948 valt juist samen met de periode, dat de uitkering van bonussen toeneemt en die van stockdividenden voor het eerst voorkomt. Dit blijkt uit het volgende.

Een nieuw verschijnsel

Van 1900 af is te beschikken over een overzicht van hoogste en laagste koersen en van uitgekeerde dividenden der ter beurse van Amsterdam genoteerde fondsen³. Deze jaarlijkse uitgaven tonen aan, dat in de tijdspanne, gelegen tussen 1900 en 1939, slechts 27 maal op een of andere wijze aan aandeelhouders uitkeringen zijn verstrekt in de vorm van aandelen der eigen vennootschap. In de onderzochte periode geschieden de eerste kapitaaluitkeringen pas in 1916. In de jaren 1921 t/m 1925, 1927 en 1928, 1931 t/m 1937 is geen enkele kapitaaluitkering aan aandeelhouders onder alle genoteerde fondsen geconstateerd. Dus slechts in 11 jaren hebben er dergelijke uitkeringen plaatsgevonden. In 1920 zijn in totaal 9 kapitaaluitkeringen te constateren bij 8 verschillende vennootschappen. Het ligt voor de hand, om in dit onregelmatig voorkomen conjuncturele invloeden te vermoeden.

In de oorlogsjaren 1940 t/m 1945 is het Besluit Dividend-

¹ Centraal Bureau voor de Statistiek, Mededeling no. 35, Maart 1944.

² Centraal Bureau voor de Statistiek, Statistiek der Naamloze Vennootschappen 1939—1951, Utrecht 1952 en Mededeling no. 5070, Juli 1951.

³ Laagste en Hoogste koersen, Jaarlijkse uitgave van Arnold Gilissen & Co; voor latere jaren: „Het Financiële Jaarboek”, uitgave van „De Nederlandsche Koerier”, na de oorlog „Tabellen, enz.” H. Sijthoff, Amsterdam.

bepierking 1941, dat voor zover uit publicaties blijkt, aan minstens 46 ondernemingen aanleiding geeft om tot bijsiempe-ling der aandelen of tot uitkering van bonusaandelen over te gaan¹. Verder is er in die jaren 14 maal tot uitkering van een stockdividend overgegaan bij 9 verschillende ondernemingen, wier aandelen ter beurze zijn genoteerd. De frequentie der kapitaaluitkeringen is na de tweede wereldoorlog hier te lande sterk toegenomen. Onder de te Amsterdam genoteerde aandelen kwamen in de volgende jaren:

	1946	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953
respectievelijk	4	14	24	30	24	38	65	13

uitkeringen van stockdividenden of bonusaandelen (event. bijsiempe-ling) voor, waarbij het opvalt, dat verschillende onder-nemingen bij herhaling een deel van het dividend in aandelen betaalbaar gaan stellen. Ook uit de sinds 1930 jaarlijks ver-schijnende overzichten van koersen en dividenden van de zg. incurante fondsen is op te maken, dat na 1940 steeds meer uitkeringen van stockdividenden en bonussen plaats vinden.

Er zal later nog voldoende gelegenheid zijn, om hierop nader in te gaan, maar voorlopig zij geconstateerd, dat kapitaal-uitkeringen voor Nederland een nieuw verschijnsel zijn, dat zich vooral na 1945 sterk heeft ontwikkeld. Ongetwijfeld heeft de wetgever door het Besluit Dividendbepierking 1941 en de Wet op de Herkapitalisatie 1951 op deze ontwikkeling inge-werkt, maar de toename, juist in de jaren 1946 t/m 1952 toen de zg. verruiming van het Besluit Dividendbepierking 1941² en de Wet op de Dividendbepierking 1950³ aan de mogelijk-heden tot dividenduitkeringen iets meer armslag gaven, is hiermede niet verklaard. Dit zijn aanwijzingen, dat althans de toeneming van de kapitaaluitkeringen in de vorm van stock-dividenden niet alleen het gevolg van wettelijke maatregelen is.

Indeling en opzet van het onderzoek

Voordat met het onderzoek naar de omvang, de toepassing en de bedoeling van het gebruik van kapitaaluitkeringen in Nederland kan worden begonnen, dient eerst een antwoord te worden ge-geven op de vraag wat het wezen van kapitaaluitkeringen is. De kwesties, die men zich hierbij moet stellen, betreffen welke be-tekenis, bedrijfseconomisch en financieel gezien, toekomt aan de bij de wet voorgeschreven verplichting van het nominale ge-

¹ Financiële Jaarboeken 1941, 1942 en 1943, aangevuld met latere gegevens.

² Beschikking van 12 Mei 1947 betreffende de Dividendbepierking (Ned. Staatscourant 1947, no. 95).

³ Wet van 29 September 1950, houdende beperkingen inzake het uitkeren van dividend, Staatsblad K. 422.

storte kapitaal. Het is een ruim verspreide opvatting, dat het nominale kapitaal, dat door de wet is voorgeschreven, bedrijfs-economisch gezien een „quantité négligeable” is; een verouderd instituut, waaraan men zich nu eenmaal moet onderwerpen, maar waaraan geen betekenis meer toekomt ¹. Een aandeel geeft de eigendom weer op een bepaald deel van een onderneming en een op dit deel genoemd bedrag zal slechts bij toeval gelijk zijn aan de werkelijke waarde van dit aandeel. Het zou geen verschil maken als het nominale kapitaal werd afgeschaft.

Het is echter de vraag, of hiermede deze zaak is afgedaan. Immers geheel zonder betekenis zal zeker voor ons land het nominaal gestorte kapitaal toch niet zijn. Waarom zou de wetgever zich dan de moeite gegeven hebben om bij een speciale wet, nl. de Wet op de Herkapitalisatie 1951, de belemmeringen van fiscale aard, die de wijziging van de grootte van dit nominale kapitaal praktisch verhinderen, tijdelijk te verzachten? Herkapitalisatie heeft in de laatste jaren een door het gebruik van dit woord in de bijzondere wettelijke regelingen van 1941 en 1951 t.a.v. de fiscale gevolgen bij de uitkering van bonusaandelen zo ongeveer de uitsluitende betekenis van vergroting van het nominale kapitaal gekregen, ofschoon het toch evenzeer de vermindering van het nominale kapitaal zou kunnen omvatten. Dit laatste verschijnsel, de vermindering van het nominale kapitaal bv. door afstempeling op de aandelen, is dikwijls het resultaat van financiële reorganisaties na het ondergaan van de gevolgen van crisis en depressie, wanneer de consequenties van comptabele verliezen moeten worden gerealiseerd.

Er is toch wel degelijk betekenis, ook in financiële zin, te hechten aan de grootte van het nominale kapitaal.

Bedrijfseconomische, financiële en conjuncturele overwegingen zullen zeker de grootte van het uitstaande nominale kapitaal t.o.v. het vermogen van de onderneming mede bepalen. Er zijn dus aspecten aan de uitkering van winsten en reserves in de vorm van aandelen verbonden, die een onderzoek wel waard zijn. Reeds de vraag of het voor het bedrijf steeds wenselijk is, dat zonder inbreng van het bedrijfsvermogen het nominale kapitaal toeneemt, zal bij beantwoording moeilijkheden opleveren. „Het gevaar is . . . groot, vooral in onzekere tijden, dat de vergroting van het nominale kapitaal met bonusaandelen in feite bewijst te zijn kapitaalsverwatering en aantasting van het toekomstige rendement”, zegt van Berkum ².

¹ Vgl. O. Bakker, Bedrijfshuishoudkunde, Deel II, Het Financiewezen der Onderneming, Purmerend z.j., blz. 104.

² P. P. van Berkum, De Relativiteit van het Kapitaal, Rede Tilburg 1946, blz. 18.

De vraag, die bij dit onderzoek eerst een beantwoording moet vinden, is daarom, welke de betekenis is van het nominale kapitaal als financieringsfiguur bij de naamloze vennootschap. Dient er een bepaalde verhouding te bestaan tussen het nominale kapitaal en het vermogen in de n.v.? Hoe staan de aandeelhouders tegenover de omvang van het nominale kapitaal? Welke zijn de redenen waarom men tot vergroting van het nominale kapitaal door uitkering van aandelen zou overgaan?

De beantwoording van deze vragen is fundamenteel voor de beoordeling van de wenselijkheid van aandelenuitkeringen bij Nederlandse n.n.v.v. Na deze oriëntering over het nominale kapitaal zal een beschouwing over de twee wijzen van kapitaaluitkering op haar plaats zijn. Het bonusaandeel en het stockdividend dienen nauwkeurig te worden gedefinieerd en te worden onderscheiden. Welke kan de functie zijn van ieder dezer figuren? Hebben zij beide een eigen terrein van toepassing? Bij de beantwoording van deze vragen zal het verschil tussen een uitkering ten laste van de jaarlijkse winst en een uitkering ten laste van reeds bestaande reserves zeker tot uiting komen. Hierbij zal het tevens nodig zijn te wijzen op de gevolgen bij een verkeerde toepassing. Op deze wijze dient een theorie van het bonusaandeel en het stockdividend te worden opgezet, die de betekenis en de gebruikswaarde van deze figuren verklaart.

Daarnaast en tegelijkertijd dient de realiteit aan de theorie te worden getoetst. Dit onderzoek strekt zich uit over de bonusuitkeringen en stockdividenden, die vooral na 1940 hebben plaatsgevonden bij ter beurse genoteerde aandelen. Deze beperking van het onderzoek berust op praktische gronden. Gegevens over niet ter beurse genoteerde aandelen zijn dikwijls niet of slechts fragmentarisch gepubliceerd, terwijl die over ter beurse genoteerde fondsen voor ieder toegankelijk zijn. Dit onderzoek kan zowel het theoretisch inzicht verdiepen als ook tot conclusies voeren over de toepassing van de genoemde financieringsfiguren.

Van bijzonder belang kan het ontdekken van tendenties zijn, die wijzen op het gebruik van de uitkering van stockdividenden en bonusuitkeringen, hetzij als toevallig verschijnsel, hetzij als een financieringsfiguur, waarvan het gebruik in de toekomst meer is te verwachten. Dat wil dus zeggen, dat getracht zal worden een antwoord te geven op de vraag, of het slechts bijzondere omstandigheden zijn, die stockdividend en bonus de laatste tien jaren in Nederland in grotere omvang hebben doen verschijnen, of dat te verwachten is, dat kapitaaluitkeringen bij Nederlandse naamloze vennootschappen een blijvende plaats zullen verwerven in het arsenaal der financieringsmethoden.

II

THEORIE OVER HET GESTORTE AANDELENKAPITAAL

§ 1 BETEKENIS EN FUNCTIES VAN HET GESTORTE AANDELENKAPITAAL

Het eigen vermogen van de n.v.

Het gestorte aandelenkapitaal kan het levensbeginsel van de n.v. worden genoemd. Wanneer een n.v. wordt opgericht, wordt er een vermogen afgezonderd, dat juridisch een zelfstandig bestaan gaat voeren. Door dit bijeenbrengen van een kapitaal ontstaat economisch de n.v. Dit wordt het gestorte aandelenkapitaal genoemd, dat als het ware de levenskern is van de nieuwe n.v.; zonder een initieel gestort aandelenkapitaal kan geen n.v. tot stand komen. Er wordt dan een vermogen aan de beschikkingsmacht van de aandeelhouders onttrokken¹, waardoor het toekomt aan de n.v., die hierbij het leven verkrijgt. Dit toekomen is een toebehoren. Maar dit toekomen van het gestorte kapitaal aan de n.v. heeft ook de betekenis van behoren te bezitten. Wanneer dit nominaal gestorte kapitaal niet meer volledig aanwezig is, is er een verlies, d.w.z. is de n.v. niet gezond en wordt haar levensbeginsel aangetast. Economisch gezien is het doel van iedere onderneming en dus ook van iedere n.v. het maken van winst, d.i. het produceren van overschotten door aan het economisch productieproces deel te nemen. Het hiervoor oorspronkelijk afgezonderde vermogen, het gestorte kapitaal, kan en zal daardoor niet steeds gelijk blijven. Wordt immers bereikt dat er overschotten geproduceerd worden, dan neemt het vermogen van de n.v. met die overschotten toe en zal het dus het gestorte kapitaal gaan overtreffen. Cobbenhagen² heeft erop gewezen, dat reservevorming, d.i. het inhouden van overschotten, niet een accidenteel, maar een blijvend en inhaerent verschijnsel van de moderne onderneming is, dat samenhangt met het streven naar voortbestaan voor onbeperkt lange duur,

¹ Th. W. F. Speetjens, Het Kapitaal der Naamloze Vennootschap naar Nederlandsch Recht, Roermond 1947, blz. 60.

² M. J. H. Cobbenhagen, De Verantwoordelijkheid in de Onderneming, Roermond 1927, blz. 37.

om blijvend overschotten te kunnen produceren. Sindsdien is sterker naar voren gekomen, dat het vermogen van de onderneming, speciaal de onderneming in de juridische vorm van n.v., meer omvat dan alleen de oorspronkelijk bijeengebrachte middelen i.c. het gestorte kapitaal. Wanneer de n.v. reeds een bestaansperiode achter de rug heeft, die aan het doel van het produceren van overschotten heeft beantwoord, zal het gestorte kapitaal slechts een deel van het vermogen der n.v. uitmaken. De vrije reserves en de winst, voor zover daaraan nog geen bestemming is gegeven, (nl. de bestemming van uitkering aan deelgerechtigden of de bestemming van toevoeging aan de vrije reserves) zijn de twee andere elementen, waaruit het vermogen van de n.v. kan bestaan.

Dit eigen vermogen van de onderneming is bij de n.v. haar eigendom, dat permanent aan de bedrijfshuishouding is toevertrouwd¹. Van Ketel noemt het het absoluut gebonden kapitaal², waarmee wordt aangegeven, dat naar tijd gemeten er een strikte binding aan de onderneming aanwezig is. Bij een der drie elementen van het eigen vermogen, nl. dat van de winst, is de absolute binding slechts aanwezig, in zover zij niet uitkeerbaar wordt verklaard. Immers door uitkering wordt dit deel van het eigen vermogen van de n.v. toekomend eigendom van de winstgerechtigden. Het deel van de winst, dat voor reserve wordt bestemd en de reeds aanwezige reserves dienen om tot het vermogen van de onderneming te behoren, maar bij de n.v. is het juridisch mogelijk, dat de aandeelhoudersvergadering besluit, dat reserves uitkeerbaar worden gesteld, dus aan de eigendom van de n.v. worden onttrokken. Dit is bij het gestorte aandelenkapitaal niet mogelijk zonder dat eerst aan stringente eisen door wet en statuten gesteld, wordt voldaan³.

Terugbetaling op het nominale kapitaal houdt tevens vermindering van vermogensrechten der aandeelhouders in. Er is dus een sterke juridische binding van het gestorte kapitaal aan de n.v.; een binding, die sterker is dan die van de andere elementen van het eigen vermogen. Aldus moet aan het gestorte aandelenkapitaal een dubbele binding aan de n.v. worden toegekend, nl. in bedrijfseconomische zin het voor onbeperkte tijd beschikbaar zijn voor het ondernemingsdoel en in juridische zin het door nauwkeurig omschreven bepalingen onttrokken zijn van dit kapitaal aan de beschikkingsmacht van de aandeel-

¹ Vgl. L. J. Mey en P. M. M. H. Snel, Theoretische Bedrijfseconomie II, 's-Gravenhage 1947, blz. 56.

² A. B. A. van Ketel, Schetsen uit de financiering der Onderneming, Leiden 1944, blz. 64.

³ Speetjens, t.a.p. blz. 82 e.v.; art. 41 b en 41 e W. v. K.

houders. Het is de kern van het eigen vermogen van de n.v., dat niet mag worden aangetast; het vormt financieel gezien de laagste grens, waaronder het eigen vermogen van de n.v. zeker niet behoort te dalen.

De functie is in de wet verankerd

Er is een neiging, om de functie van het gestorte aandelenkapitaal te bagatelliseren. Uit de binnenlandse bedrijfseconomische literatuur blijkt dit vooral doordat er praktisch niet over wordt gesproken. De geringe belangstelling is wel te verklaren. Het gestorte aandelenkapitaal geeft immers niet weer hoe groot het eigen vermogen van de n.v. is. Het is slechts een aanduiding hoe groot het initieel bijeengebrachte kapitaal was; latere verhogingen van het gestorte kapitaal hebben meestal niets te maken met de werkelijke vermogenswaarde, omdat de deelname dan moet worden bijbetaald met een agio of omdat men soms een verhoging van het nominale kapitaal „om niet” verkrijgt door uitgifte van bonusaandelen. Men ziet dan in het gestorte nominale aandelenkapitaal slechts een dood cijfer in de balansopstelling, dat nu eenmaal volgens wettelijk voorschrift gehandhaafd moet worden en alleen dient als een niet noodzakelijk hulpmiddel bij de verdeling van de uitkeerbare winst onder de deelhouders. Polak heeft deze opvatting verdedigd¹ en Bakker kent aan het nominale bedrag een fictieve betekenis toe, alleen reëel op het ogenblik van eerste uitgifte². Deze opvattingen vinden ogenschijnlijk steun bij literatuur uit landen, waar de wet naast het bestaan van het nominale kapitaal, verdeeld in aandelen met een bepaalde nominale waarde, het gebruik van aandelen zonder nominale waarde kent. In de Verenigde Staten van Amerika, maar o.a. ook in Canada, Mexico en België kent de wet naast het aandeel met nominale waarde dat zonder nominale waarde.

Voor Taylor³, die de Amerikaanse situatie beschrijft, heeft geen goed woord over voor het aandelenkapitaal met een vaste nominale waarde. Niet alleen zou het geen praktische betekenis hebben, maar het nominale aandelenkapitaal heeft volgens hem ook het nadeel, dat het een vals psychologisch effect op de belegger zou hebben, omdat die er aan zou vastklampen als basis voor de reële waarde van het aandeel.

¹ N. J. Polak, Geheime Reserveringen, Geheime en Stille Reserven, in Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde, Nov. 1939. Verspreide Geschriften I, Purmerend 1953, blz. 247.

² O. Bakker, Bedrijfshuishoudkunde, Deel II, Het Financieelwezen der Onderneming, Purmerend z. j., blz. 173.

³ W. B. Taylor, Financial Politics of Business Enterprises, New York-London, 1942, blz. 170 e.v.

Afgezien van de juistheid van deze opvatting, mag men sterk betwijfelen of zij ook kan gelden voor landen, waar men alleen het aandelenkapitaal met een vaste nominale waarde kent. Inderdaad, als de wet de keuze laat tussen het gebruik van het aandeel met of zonder nominale waarde, zal aan het gebruik van het nominale kapitaal de rigiditeit ontbreken, die bij een voorschrift, dat geen keuze laat, juist ontstaat. Omdat men in staat is van het ene in het andere systeem over te gaan, zal in het practisch gebruik dat voorschrift de toon aangeven, dat de minste weerstanden biedt. Omdat in feite de dwang van het voorschrift van het noemen van een vast bedrag als aandelenkapitaal is vervallen, heeft het ook voor de gevallen, waarin het nog wordt toegepast de betekenis verloren, die het zou kunnen hebben. Het is aan een keuze uit systemen eigen, dat de wet van de minste weerstand de toon aangeeft. Voor zover het systeem van het vaste nominale kapitaal op zichzelf gezien voordelen mocht hebben, vallen deze bij een toegelaten keuze uit systemen weg, omdat de goede toepassing hiervan niet kan worden afgedwongen. Men kan dan steeds vluchten in het systeem van het aandelenkapitaal zonder nominale waarde, dat geen norm stelt. Daardoor is ook het nominale aandelenkapitaal niet meer normatief. De Amerikaanse practijk van het aandeel met een uiterst lage nominale waarde, die alleen dient als een uitvlucht om belasting te besparen bij de uitgifte, is er het bewijs van. Desondanks zijn de eenzijdige opvattingen van Taylor niet meer alleen toonaangevend voor de Verenigde Staten; ook daar gaan in de laatste jaren stemmen op, die de overheersing van het no-par-value-share betreuren¹.

In Nederland is het een feitelijk gegeven, dat de wet het noemen van een nominaal bedrag als geplaatst kapitaal eist². Een aandeel vertegenwoordigt dat deel in de eigendom van de n.v. dat wordt uitgedrukt door de verhouding waarin het op het aandeel vermelde nominaal kapitaalbedrag staat tot het gehele nominale aandelenkapitaal. Het aandeel behoeft niet volgestort te zijn. Evenmin is verboden, dat meer dan het nominale kapitaal wordt ingebracht; in tegendeel, het betalen van agio wordt ten volle erkend³. Daarentegen is het niet geoorloofd om aandelen beneden de nominale waarde uit te geven⁴.

¹ N. G. Buchanan, *The Economics of Corporate Enterprise*, New York 1950, p. 102; vgl. P. P. van Berkum, *De Kapitalisatie van de Naamloze Vennootschap* in Jubileumnummer „De Naamloze Vennootschap” Febr./Mrt. '53.

² Art. 36 d. W. v. K.

³ Art. 38 c lid 2. W. v. K.

⁴ De zg. emissiekorting voor degenen, die er hun beroep van maken, aandelen te plaatsen, welke korting volgens art. 38 a lid 2, uitdrukkelijk is toegestaan, is de uitzondering die deze regel bevestigt.

Uit deze juridische voorschriften volgt, dat het vermogen van de n.v. niet alleen uit het aandelenkapitaal behoeft te bestaan, maar volgt ook, dat dit vermogen reeds vanaf de oprichting niet geringer behoort te zijn dan het geplaatste aandelenkapitaal; voor zover het niet ten volle door de aandeelhouders is ingebracht, behoudt de n.v. een vordering op de aandeelhouders. Hieruit blijkt duidelijk, dat de wetgever bedoeld heeft, dat het geplaatste aandelenkapitaal het minimumvermogen van de n.v. zou zijn onder welke grens het niet behoort te dalen. Uit het feit, dat dikwijls het vermogen groter, ja een veelvoud van dit door de wet gestelde minimum is, kan niet worden afgeleid, dat dit nominale geplaatste kapitaal financieel-economisch gezien geen enkele betekenis zou hebben.

Juist reeds uit het feit, dat het bedingen van agio uitdrukkelijk is toegestaan, blijkt, dat het niet de bedoeling kan zijn geweest om aan het nominale gestorte kapitaal de rol toe te kennen om weer te geven, hoe groot het vennootschapsvermogen is of behoort te zijn. Van den beginne af, d.i. van de oprichtingsdaad af, behoeft er tussen het reële vermogen en het nominale aandelenkapitaal geen enkel verband te bestaan, waaruit men zou kunnen concluderen, dat er tussen deze twee een zekere verhouding moet zijn. Wel wil de juridische constructie met het stellen van de eis van het noemen van een vastgesteld aandelenkapitaal weergeven, dat er naar beneden een grens is gesteld, waaronder het vermogen niet behoort te dalen.

Het aandelenkapitaal als financieringsfiguur

Deze eis van een grens naar beneden is een typische financieringsfiguur, die hier door de wet is gesteld, en wel volgens algemeen gevoelen om voor schuldeisers een waarborg te scheppen, dat het vennootschappelijk vermogen niet daalt beneden het geplaatste aandelenkapitaal¹. Het doet hier voorlopig weinig ter zake, of deze door de wet gecreëerde financieringsfiguur al of niet afdoende is en of er het gestelde doel al of niet mee wordt bereikt. Van belang is het constateren van het feit, dat de wetgever beoogt door een juridisch figuur, nl. het dwingend voorschrijven van de vermelding van een bepaald nominaal aandelenkapitaal in de balans en op de aandelen, directe economische en bedrijfseconomische gevolgen op te roepen, nl. het stellen van een zekere wettelijke waarborg voor de schuldeisers². Het gehele arsenaal van het recht kan dienen om de financiering van een onderneming te regelen, om de kapitaalverkrijging en de kapitaalbesteding, de binding naar tijd,

¹ Speetjens t.a.p. blz. 63.

² Over de kenmerken van financieren en financieringsfiguur, zie Van Ketel, blz. 163 e.v.

hoeveelheid, functie en origine vast te leggen. Er is dan ook geen enkele reden om de wettelijke plicht, dat bij de n.v. een bepaald nominaal aandelenkapitaal in de balans moet worden genoemd, niet te gebruiken als financieringsfiguur. Het mag zelfs opvallend heten, dat het nominale aandelenkapitaal nog niet in dit licht is gezien.

Het is algemeen bekend, dat de bedoeling van de wetgever, om voor de crediteuren een garantie te scheppen met het vaststellen van het nominale kapitaal zonder meer niet wordt bereikt. Te dien aanzien wordt het zelfs als een gevaar beschouwd, omdat argeloze crediteuren teveel zouden kunnen afgaan op het noemen van een groot nominaal kapitaal, dat slechts een loze en te grote gevel voor een bouwvallig en leeg huis zou kunnen zijn ¹. Deze critiek is zonder meer niet afdoende. Immers iedere financieringsfiguur kan verkeerd gebruikt worden. Een financieringsfiguur, d.i. een bepaalde wijze van financieel deelnemen in de risico's van een onderneming, dient steeds nauwkeurig op haar mérites te worden onderzocht. De rentabiliteits-, liquiditeits- en solvabiliteitspositie van de onderneming bepaalt in feite, of bij een financieringsfiguur de beoogde min of meer beperkte deelneming aan het risico van de onderneming ook overeenstemt met de werkelijkheid. Wanneer een onderneming financieel niet gezond is, kan zelfs de meest tijdelijke financiële band, zoals bv. die, welke voortvloeit uit levering van goederen à contant, onvrijwillig leiden tot een langdurige financiële band met de onderneming, die behalve verlies aan tijd nog verlies aan kapitaal meebrengt. Niet de financieringsvorm geeft enige zekerheid, maar de financiële realiteit moet de financieringsfiguur steunen. Daarom is de critiek op het nominale aandelenkapitaal als zodanig niet redelijk te achten; een dergelijke critiek kan op iedere financieringsfiguur, die niet juist wordt toegepast, worden uitgeoefend. Men dient eerst te onderzoeken, welke economische functie het bij de wet geëiste nominale aandelenkapitaal bij de n.v. kan vervullen en welke financiële en bedrijfseconomische eisen men, hieruit voortvloeiende, aan het nominale kapitaal moet stellen. Blijkt het een bedrijfseconomisch gezien nuttige functie te zijn en zijn de financiële eisen voor goede functionering practisch vervulbaar, dan kan het nominale aandelenkapitaal als een nuttig instrument bij de financiering worden geaccepteerd.

Drager van het volledige risico

Reeds is geconstateerd, dat het aandelenkapitaal niet alleen economisch, maar ook juridisch ten volle aan de n.v. is ge-

¹ O.a. W. B. Taylor, t.a.p. blz. 169 e.v.

bonden, d.w.z. dat het naar tijd en kwantiteit het volledige risico van de onderneming draagt. Alle overige deelnemers in het financiële risico van de onderneming kunnen door gebruikmaking van de door hen gekozen financieringsfiguur op een zekere beperking van het financiële risico wijzen. Alle overige financieringsfiguren houden een afschuiving in van risico's, ieder volgens een bepaalde graad en met min of meer de nadruk op het risico van tijdsbinding of hoeveelheidsbinding. Deze afschuiving wordt opgestapeld bij — en vormt het volledig risico voor het aandelenkapitaal¹. In dit opzicht neemt het nominale aandelenkapitaal als financieringsfiguur een afzonderlijke plaats in. Met de twee overige delen van het vermogen, nl. de reserve en de jaarwinst, vormt het de buffers, die de door de overige financieringsfiguren afgestoten financiële risico's moeten opvangen, waarbij de twee laatstgenoemde delen de eerste stootblokken zijn. In zoverre is de gedachte, die bij de wetgever zou hebben voorgezeten, nl. om aan schuldeisers een waarborg te stellen, wel juist te achten, echter met deze restrictie, dat het een uiterste waarborg behoort te zijn. Verdere afwenteling van financiële risico's dan op het gestorte aandelenkapitaal is bij de n.v. niet mogelijk en deze functie van het gestorte aandelenkapitaal stelt deze financieringsfiguur tegenover alle overige financieringsfiguren. De directe vraag, die uit deze uitzonderlijke positie van het nominale aandelenkapitaal voortvloeit, is daarom, hoe groot behoort het aandelenkapitaal te zijn om deze bijzondere functie van absolute risicodrager te kunnen vervullen? Met de beantwoording van deze vraag is tevens een antwoord gegeven op de vraag, of aan het nominale kapitaal een nuttige functie kan worden toegekend.

De tweede functie

Men zou de hierboven uiteengezette functie van het aandelenkapitaal als extern gericht kunnen benoemen. Zij duidt immers de verhouding aan tussen de aandeelhouders en de overige aan de n.v. financieel gebondenen. Deze band kan zowel in een langlopende of kortlopende credietgevende functie als in een

¹ Uitdrukkelijk zij hier vastgesteld, dat bedoeld wordt het gewone aandelenkapitaal. Preferenties t.a.v. dividend of mogelijkheid van aflosbaarstelling bij bepaalde soorten van aandelen geven het aanzien aan bepaalde financieringsfiguren, die niet in alle opzichten een volledige binding tevoorschijn roepen. Preferenties, die alleen betrekking hebben op beheersrechten (oligarchische clausule) of op deelgerechtigdheid in de overwinst (winstbewijzen e.d.) houden een afstand van rechten der gewone aandeelhouders in, die het dragen van het volledige financiële risico niet aantasten; deze laatste soort van preferenties blijft bij dit onderwerp buiten beschouwing.

langlopende of kortlopende credietnemende functie bestaan.

Het nominale aandelenkapitaal heeft echter nog een functie, die meer intern gericht is, omdat het voornamelijk de deelhouders zelf aangaat. Het heeft nl. nog de functie van basis van de te verdelen winst. Deze functie staat meer in de belangstelling van het onderzoek, vooral omdat de vraag, hoe groot de te verdelen winst in feite is of mag zijn, van meer actuele betekenis wordt geacht. Van Keep¹ heeft hieraan een studie gewijd en ook Blom² heeft aan dit vraagstuk aandacht besteed. De grootte van de te verdelen winst, dus van de winst, die uitkeerbaar wordt geacht, wordt bepaald door motieven, die leiden tot een synthese tussen de belangen van de onderneming en van de winstgerechtigden. De twee hoofdmotieven zijn hierbij het streven naar dividendegalisatie en expansiefinanciering³. Daarnaast erkent Van Keep nog vele nevenmotieven.

Hier gaat het echter niet om de bepaling van de winst, maar om de vraag, of de omvang van het nominale aandelenkapitaal invloed heeft op de winstuitkering. Dat de omvang van de bedrijfswinst, dus van het jaarlijkse overschot, bepaald zou mogen worden door de grootte van het aandelenkapitaal, zal niemand beamen. Uiteraard hangt het mede van de besteding van het aandelenkapitaal af, of er winst gemaakt wordt, maar de bepaling van de waarde ervan na deze initiële besteding, wanneer het functioneel kapitaal is geworden, gaat juist aan de vaststelling van de winst vooraf.

Aan de bepaling van de winst heeft de grootte van het nominale kapitaal direct of indirect geen deel; aan de bepaling van de verdeelbare winst indirect wel. Aangezien Van Keep heeft vastgesteld, dat de dividendegalisatie een hoofdmotief bij de vaststelling van de verdeelbare winst is, welke winst verdeeld wordt onder de deelgerechtigden op basis van het aandelenkapitaal, heeft de omvang van het aandelenkapitaal zeker invloed op de vaststelling hiervan. Ook hier doet zich dus de vraag voor, hoe groot het nominale aandelenkapitaal behoort te zijn.

§ 2 HET AANDELENKAPITAAL EN HET VERMOGEN

Grondslag

De verhouding, die er bij een n.v. dient te bestaan tussen het nominale aandelenkapitaal en de waarde van het vermogen, is

¹ A. C. M. van Keep, *De Dividendpolitiek*, Leiden 1950.

² F. W. C. Blom, *Ondernemingsbesparingen, risicodragend kapitaal en de omvang der bedrijvigheid*, Leiden 1949.

³ Van Keep, t.a.p. blz. 35.

de grondslag van de theorie en de practijk van het bonusaandeel en het stockdividend. Deze verhouding is, dat het nominale aandelenkapitaal bij een gezonde n.v. niet groter mag zijn dan de waarde van haar vermogen. Deze vermogenswaarde kan men in tegenstelling tot het nominale kapitaal ook het functionele kapitaal der n.v. noemen; de onderlinge verhouding tussen beide begrippen spreekt dan mogelijk wat duidelijker aan.

Het functionele kapitaal behoort werkelijk meer waard te zijn dan de nominale waarde van het uitstaande aandelenkapitaal. De waarde van dit vermogen is immers niet een starre onveranderlijke grootte, maar kan zeer variabel zijn. In tijden van voorspoed zal zij toenemen en in tijden van tegenspoed zal zij verminderen, naar gelang het functionele kapitaal zijn functie om winst op te leveren min of meer goed vervult. Uit het oogpunt van voorzichtigheid zal daarom de grootte van het nominale aandelenkapitaal zodanig moeten zijn gekozen, dat het vermogen in tijden van malaise in waarde niet daalt beneden de omvang van het nominale kapitaal.

Als norm van beleidvol handelen tegenover de waarschijnlijkheden en onzekerheden van de toekomst dient de verhouding tussen de vaststaande nominale waarde van het aandelenkapitaal en de zo moeilijk vast te stellen variërende waarde van het functionele kapitaal zodanig te worden gekozen, dat er naast het aandelenkapitaal steeds reserves aanwezig zijn. De reserves zijn het verschil tussen de vermogenswaarde en het nominale aandelenkapitaal.

Deze grondslag voor de theorie over bonusaandelen en stockdividenden vereist nog wel enige toelichtingen.

Rentabiliteitswaarde

Om vast te stellen of de goede verhouding tussen de vermogenswaarde en het nominale aandelenkapitaal aanwezig is, is de bepaling van die waarde van groot belang. Aangezien het maken van winst het doel van iedere onderneming is, kan alleen de rentabiliteitswaarde de juiste vermogenswaarde weergeven. Het streven naar instandhouding en continuïteit is er de reden van, dat de in de toekomst verwachte rentabiliteit het uitgangspunt bij die waardebepaling moet zijn.

De waarde van het vermogen is dus gelijk aan de gekapitaliseerde „earning power”¹. Zijn de winstverwachtingen, die naar schatting het vermogen in de n.v. zal afwerpen, hoog gespannen, dan zal de vermogenswaarde hoog zijn; zal de toekomstige winst naar schatting laag zijn, dan zal de omvang van het

¹ Vgl. J. Moser, Een Onderzoek naar de Kapitalisatie van enkele Nederlandsche Holding-companies, pr.schr. Rotterdam 1921, blz. 32 e.v.

functionele kapitaal hieraan corresponderen. Wanneer men de toekomstige winsten volledig zou kunnen overzien, dan zou men in staat zijn het vermogen van de n.v. naar zijn reële waarde te bepalen.

In de werkelijkheid is de waarde van het vermogen in de n.v. door de niet te voorkomen noodzaak van schatting en herschatting van de winstmogelijkheden aan min of meer sterke variaties onderworpen. Het vooruitzicht over de toekomstige winsten wisselt voortdurend. De beperktheid van de prognoses hebben tevens ten gevolge, dat de rentabiliteitsschattingen over de meer nabije toekomst de realiteit waarschijnlijk beter benaderen dan die over de meer verre toekomst. Hoe verder men in de toekomst ziet, van hoe minder reële betekenis de geschatte winstvooruitzichten worden. Zij worden dan omspoeld door vage mogelijkheden en kansen. De meer nabije toekomst geeft aan de winstverwachtingen een meer gereede graad van waarschijnlijkheid. Bijgevolg heeft de „earning power” van de eerste jaren de grootste invloed op de bepaling van de vermogenswaarde ener n.v. De meer nabije toekomst geeft aan de winstverwachtingen wel een waarschijnlijkheidsnorm, maar zekerheid over de behaalde winst kan men alleen krijgen als ze behaald is, dus als ze in het heden of in het verleden ligt. De waardering van het vermogen is daarom een beleidskwestie. „Noch vervangingswaarde, noch productiecapaciteit, noch „historische” kostprijs, noch inkomensstabiliteit, noch enig andere „monotheorie” kan hier uitkomst bieden”¹.

(De functie van de reserves)

Bij de waardering van het vermogen in de n.v. zal dit beleid, dat volgens zijn meest typerende uitdrukking dient te geschieden overeenkomstig het goede koopmansgebruik, uiteindelijk de doorslag moeten geven. Dit wil daarom nog niet zeggen, dat iedere systematiek hierbij van geen betekenis zou zijn. Ook de theoretici, die waarderingssystemen, zoals ontwikkeld in de organische balansleer of in de leer van de vervangingswaarde, niet kunnen aanvaarden als enige basis van waardering², zijn het er over eens, dat zij van importantie zijn. Maar deze betekenis is beperkt. Vooral bij de waardering van het productie-apparaat

¹ H. van Ravestijn, Over de absolute en relatieve betekenis van het kapitaal in de bedrijfshuishouding, in Maandblad voor Bedrijfsadministratie, 52e jrg. 1948, blz. 5.

² Vgl. P. P. van Berkum, De Relativiteit van het Kapitaal, Tilburg 1946; J. L. Mey Jr, Weerstandvermogen en financiële reorganisatie van Ondernemingen, Amsterdam 1946; id. Beschouwingen over Aard en Omvang van de Winst, Groningen 1948; H. van Ravestijn in Maandblad voor Bedrijfsadministratie, 51e jrg. 1947, blz. 127 e.v. en 52e jrg. 1948, blz. 3 e.v.

zal de toepassing van uitsluitend afschrijvingssystemen te kort schieten ¹. Het „goed koopmansgebruik” eist dienaangaande een voorzichtige, gereserveerde houding bij de vaststelling der toekomstige rentabiliteitswaarde dezer vermogensdelen. Uit de winst afgezonderde reserveringen zijn hiervan het gevolg, die zowel openlijk verantwoord als ook in de balans kunnen zijn verzwegen. Bij een goed ondernemersbeleid zullen beide vormen van reserveringen kunnen worden benut, want de vele onzekerheden omtrent de toekomstige rentabiliteit, die intuïtief moeten worden bepaald ², laten niet steeds toe deze openlijk in getallen uit te drukken. De werkelijke waarde van het vermogen vindt men daarom gewoonlijk niet in de gepubliceerde balans weergegeven.

Aldus ontstaat door de rentabiliteitswaardering een afwijking tussen het functionele kapitaal en het aandelenkapitaal, waardoor het laatste kleiner wordt dan het vermogen.

Reserves vormen het verschil tussen deze twee grootheden. Naar gelang de vooruitzichten slechter worden of tegenvallers te realiseren zijn, zullen de reserves in omvang en waarde afnemen. Voor zover stille of geheime reserves hiervoor dienen, komt dit in de gepubliceerde balansen niet tot uiting, maar toch is de bufferfunctie dezer reserves dan niet minder reëel. De omvang van de reserves zal dalen in dezelfde omvang als de rentabiliteitswaarde van het vermogen zal dalen. Op deze wijze dienen de reserves — mits voldoende in omvang aanwezig — om ervoor zorg te dragen, dat het aandelenkapitaal steeds intact blijft.

Rendementswaarde

De geconstateerde noodzaak om te reserveren heeft tot gevolg, dat de uitkeerbare winsten gewoonlijk kleiner zullen zijn dan de totale winsten; zij vormen er een deel van. Steeds zal de voorzichtigheid ertoe neigen om de winst te verminderen met reserveringen, alvorens het uitkeerbare bedrag, dat als inkomen kan dienen door de deelgerechtigden, wordt vastgesteld. Het kan wel voorkomen, maar bij uitzondering en tijdelijk en niet als regel, dat de uitkeerbare winst groter is dan de geconstateerde bedrijfswinst, wanneer nl. in vroegere perioden gevormde reserves worden uitgekeerd. De leiding der n.v. moet dan wel de overtuiging hebben, dat de reserveringen een zekere overtuigendheid vertonen; en bv. juist zijn gevormd om een periode van tijdelijke inzinking der rentabiliteit te overbruggen. Ook

¹ P. P. van Berkum o.c. blz. 12.

² J. L. Mey Jr op Accountantsdag 3 October 1953, in De Accountant, 60e jrg. no. 8. Februari 1954, blz. 56 e.v.

in die periode eist de voorzichtigheid, dat de rentabiliteitswaarde van het vermogen het aandelenkapitaal overtreft, maar door een dergelijke uitkeringspolitiek wordt bevorderd, dat de rendementswaarde van het aandelenkapitaal intact blijft.

Bij de bepaling van het rendement, aldus Polak¹, dient met hetgeen tot instandhouding van het kapitaal van de opbrengst behoort te worden afgezonderd, rekening te worden gehouden. Aldus kan men van een rendementswaarde van het aandelenkapitaal spreken, waarbij de dividenduitkeringen op het aandelenkapitaal, vooral ook in de toekomst gezien, de grondslag vormen van berekening van deze waarde. Bij de vorming van de beurskoersen speelt dit proces een belangrijke rol.

De rendementswaarde van het aandelenkapitaal en de rentabiliteitswaarde van het functionele kapitaal zijn weliswaar niet gescheiden maar wel te onderscheiden begrippen. Het laatstgenoemde waardebegrip is een uitdrukking van de gekapitaliseerde winstcapaciteit van de n.v., terwijl het eerstgenoemde een weergave is van de gekapitaliseerde dividendmogelijkheden. De nominale waarde van het aandelenkapitaal staat functioneel niet los van deze waarderingen.

De omvang van het aandelenkapitaal

In de voorafgaande paragraaf is betoogd, dat de functie van het aandelenkapitaal is, dat het moet dienen als uiterste waarborg, die steeds intact moet blijven. Hoe groot de schommelingen in de waardering van het vermogen ook mogen zijn, steeds zal de waarde hiervan niet mogen dalen beneden die van het uitstaande aandelenkapitaal. Reserves kunnen verdwijnen als sneeuw voor de zon, maar het nominale bedrag van uitstaand aandelenkapitaal behoort als vermogen steeds aanwezig te blijven, wil men van een gezonde n.v. kunnen spreken.

De vermogenswaarde, afhankelijk van — en gewaardeerd op basis van de toekomstige winsten, zal nihil zijn, als het vermogen geen winstmogelijkheid meer geeft. Dit wil niet zeggen, dat één jaar van verlies het vermogen en dus het aandelenkapitaal waardeloos maakt. Het vaststellen van het jaarresultaat is au fond even arbitrair als dat van het resultaat over een week of een maand. Maar wanneer een reeks van jaren een verlies of een zeer lage winst hebben opgeleverd of naar verwachting zullen opleveren, is het moment wel gekomen om zich af te vragen of het aandelenkapitaal niet overgewaardeerd is, omdat

¹ N. J. Polak, *Enige Grondslagen voor de Financiering der Onderneming II*, Haarlem 1951, blz. 38. Ten overvloede zij opgemerkt, dat het door Polak ontwikkelde begrip rentabiliteit (t.a.p. blz. 41) niet correspondeert met het begrip rentabiliteitswaarde.

de rentabiliteitswaarde van het vermogen zo sterk is gedaald.

Is de rentabiliteitswaarde nihil of bijna nihil, dan resteert nog de liquidatiewaarde van het vermogen, maar deze heeft voor de waardering van het aandelenkapitaal alleen betekenis, als besloten is de n.v. te liquideren.

Het aandelenkapitaal is bovendien de verbinding tussen de n.v. als zelfstandig economisch lichaam en de aandeelhouders. Hun waardering van het aandelenkapitaal is een rendementswaardering, gebaseerd op de dividenduitkeringen, die zij van de n.v. hopen te ontvangen. Hun waarderingen kunnen in pariteit zijn met het nominale aandelenkapitaal, maar ook beneden of boven pari liggen. Een waardering van het aandelenkapitaal à pari is wel het minimum waarnaar de leiding van de n.v. moet streven bij haar dividendpolitiek, om van een goede verhouding tussen n.v. en haar aandeelhouders te kunnen spreken.

Bij een gezonde n.v. zal de omvang van het aandelenkapitaal dus dienen te zijn vastgesteld zowel op basis van de laagste grens van het functionele kapitaal, alsook op basis van het gekapitaliseerd uitkeringsrendement dat in de toekomst naar alle waarschijnlijkheid minstens zal worden verkregen. Deze dubbele maatstaf geeft de maximale grootte weer van het aandelenkapitaal.

De leiding van de n.v. is eigenlijk de enige instantie, die voor deze waarderingsmaatstaf de verantwoordelijkheid kan en moet dragen. De omvang van het aandelenkapitaal geeft daarom mede het inzicht weer, dat de leiding van de n.v. heeft omtrent de minimale rentabiliteitswaarde van de n.v. en omtrent de als normaal gedachte dividenduitkering op haar aandelen in de toekomst.

Het resultaat van de uitgifte van bonusaandelen of stockdividenden is, dat het aandelenkapitaal wordt vergroot. Wanneer de leiding van de n.v. hiertoe overgaat zal zij zich de consequenties van de kapitaalvergroting hebben te realiseren, waarbij dan tevens de eis moet worden gesteld, of de verhouding tot het functionele kapitaal en het aandelenkapitaal ook na die vergroting binnen de hierboven gestelde normen blijft.

§ 3 AANDELENKAPITAAL, DIVIDENDPOLITIEK EN WINSTINHOUDING

De onzekerheid omtrent de toekomstige rentabiliteit leidt ertoe, dat de leiding van de n.v. er naar streeft, om het vermogen in de praktijk niet hoog te waarderen. Het is een uiting van goed ondernemingsbeleid om in alle financiële aangelegenheden toch rekening te houden met onverwachte tegenvallers. Van Berkum

heeft een onderscheiding aangehaald tussen balanswaarderingen, die Von Böhm Bawerk in zijn dissertatie heeft gesteld. „Zekere”, „waarschijnlijke” en „mogelijke” waarden moeten in één telling worden samengevat en dit kan alleen geschieden door al deze waarden fictief tot zekerheidswaarden te herleiden. Het „waarschijnlijke” en het „mogelijke” aan nutsprestaties (d.i. rendement) moet van de waardering worden afgetrokken, zodat de waarde wordt genivelleerd „tot het punt, waarop de bedrijfsleiding meent het minimaal aanwezige vermogen te hebben aangegeven, dat economisch zeker en renderend is”¹. Aldus zal het vermogen volgens goed ondernemingsbeleid in de n.v. niet hoger kunnen worden gewaardeerd, dan op de waarde, die wordt bepaald door de gekapitaliseerde rentabiliteit, die nog in minder gunstige tijden waarschijnlijk zal worden verkregen. Om hiertegenover een redelijke grootte van het aandelenkapitaal te plaatsen dient deze waardering tevens op een zodanige rendementsbasis te zijn gesteld, dat het in die minder gunstige omstandigheden nog een redelijk dividend aan aandeelhouders geeft.

Dividendnivellering

Als consequentie van deze waarderingsnormen, die sterk appelleren aan het continuïteitsstreven, komt de politiek tot dividend-egalisatie naar voren. De hiervoor dikwijls gebruikte term van dividendnivellering wijst er nog sterker op, dat bij de dividenduitkeringen gestreefd wordt naar een bepaald dividendniveau, welk niveau niet anders kan zijn, dan dat, hetgeen ook bereikt kan worden in minder gunstige jaren.

Men zou dus onderscheid kunnen maken in de betekenis van de termen dividendegalisatie en dividendnivellering. De dividendegalisatie vereist volgens Van Keep² een niet al te zeer schommelende rentabiliteit van het in de onderneming werkzame kapitaal. Bij een politiek van dividendnivellering behoeft dit geen voorwaarde te zijn. Ook bij sterk schommelend rendement op het werkzame kapitaal kan een politiek van dividendnivellering worden gevoerd, in die zin, dat in principe geen hoger dividend wordt uitgekeerd dan dat dividend, dat de winst in de te verwachten minder gunstige jaren nog zal toelaten.

Het is de vraag, of men aandeelhouders met dit minimale dividend steeds tevreden kan stellen. De sterke winstinhouding in goede jaren moet immers ook verantwoord zijn en berusten op het redelijke rentabiliteits- en/of continuïteitsstreven. Er kunnen dan ook redenen zijn, om in bepaalde jaren van het gestelde minimum-dividendniveau af te wijken en een hoger

¹ P. P. van Berkum, *De Relativiteit van het Kapitaal*, Tilburg 1946, blz. 18.

² A. C. M. van Keep, *De Dividendpolitiek*, Leiden 1950, blz. 42.

dividend te geven, maar deze afwijkingen kunnen bij een dergelijke dividendpolitiek als accidenteel worden beschouwd. Het zijn redenen, die voor het financiële beheer van de n.v. als zodanig irrelevant zijn en buiten de financieringsbelangen liggen, zoals prestigekwesties; bv. omdat anderen hogere dividenden geven, of om een gunstige stemming bij de aandeelhouders of toekomstige aandeelhouders te bevorderen, enz. Op deze wijze zal er praktisch weinig verschil bestaan tussen dividendegalisatie en dividendnivellering.

Dividend bij jonge n.n.v.v.

Niet iedere jonge n.v. wordt als een gezonde n.v. geboren. Het begrip „gezonde n.v.” veronderstelt een volgroeiheid van de onderneming.

Wanneer voor een nieuwe onderneming grote kapitalen moeten worden bijeengebracht, waarvoor de aangewezen juridische vorm, die van de n.v. is, dan is het praktisch uitgesloten, dat het aandelenkapitaal op die grootte wordt vastgesteld, dat het aan alle eisen, die de vervulling van functie en strevingen van de nominale grootte van het aandelenkapitaal stelt, kan worden voldaan. Het is uiteraard mogelijk, dat bij de oprichting de aandelen, die het oprichtingskapitaal vormen, reeds boven pari worden uitgegeven, zodat aan het verkregen agio de betekenis van reserves kan worden toegekend, maar het is zeer onwaarschijnlijk, dat aandelen bij oprichting van een n.v. tegen een dergelijke koers kunnen worden geplaatst.

Wanneer in de praktijk bij de oprichting van een n.v., die een nieuw ondernemingsproject beoogt, de aandelen boven pari konden worden geplaatst, dan is het verkregen agio niet groter, dan dat het kon dienen voor de dekking van oprichtingskosten en mogelijk een deel van de aanloopkosten¹. Degenen, die wensen deel te nemen in nieuw opgerichte n.n.v.v., die nieuwe objecten beogen, wensen juist het eerste risico te dragen; zij

¹ De publieke emissies, waarbij de inschrijving op aandelen in nieuw opgerichte n.n.v.v., die een geheel nieuw ondernemingsproject beogen, boven pari was opgesteld, zijn sinds 1945 de volgende:

9 Augustus 1946: f 3.000.000 aand. serie C. N.V. Nederlandsch-Amerikaansche Autobandenfabriek Vredestein, koers van uitgifte 115 %;

13 Augustus 1946: f 2.200.000 gew. aand. N.V. Noordelijke Industrie voor Vezelverwerking, koers van uitgifte $106\frac{1}{2}$ %;

17 December 1946: f 3.500.000 aand. Nederlandsche Maatschappij voor de Walvischvaart N.V., koers van uitgifte 103 %;

24 September 1947: f 3.400.000 gew. aand. en f 500.000 4 % cum. pref. convert. aand. N.V. Nederlandsch-Amerikaanse Fittingfabriek, koers van uitgifte 108 %;

19 December 1947: f 1.000.000 aand. Klinker Isoliet N.V., koers van uitgifte 104 %.

verwachten en hopen, dat het deze n.n.v.v. zal gelukken uit de toekomstige winsten de financiële basis te scheppen, die de continuerende rentabiliteit van het geïnvesteerde kapitaal moet verzekeren. Deze aandeelhouders-van-het-eerste-uur speculeren erop om op den duur een hoger rendement op het door hen gestorte bedrag te verkrijgen, dan zij op het inkomen van een aandeel in een reeds gezonde n.v. kunnen verhoplen. Zij zijn dikwijls bereid om gedurende de eerste jaren van het bestaan van de n.v. van ieder dividend af te zien in de verwachting, dat er reserves zullen worden gevormd, die de basis voor latere dividenduitkering versterken.

Het ligt voor de hand, dat alleen in perioden van economisch optimisme, terwijl tevens kapitalen voor deelneming of belegging beschikbaar zijn, dergelijke deelnemers in de nieuwe n.v. kunnen worden gevonden. Het is ook duidelijk, dat de kans op mislukking van de op deze wijze geboren n.v. groot is. Men krijgt de indruk, dat het succes van dergelijke oprichtingen eerder uitzondering dan regel is. Het zijn vooral de jaren van en na de eerste en tweede wereldoorlog geweest, — perioden waarin de waarde van het kapitaal-in-geldvorm danig onderschat werd, — waarin interesse voor dergelijke speculatieve deelnemingen, waarbij de aandeelhouders nog mede het volle ondernemersrisico dragen, aanwezig was.

Anders ligt de situatie, wanneer een n.v. wordt opgericht ter voortzetting van een reeds bestaande onderneming, die tot nu toe werd gevoerd onder een andere juridische vorm, bv. van vennootschap onder firma. De „inbreng” der aandeelhouders bestaat dan in economische goederen, die gewoonlijk reeds complementair verbonden zijn, doordat zij gezamenlijk het vermogen van een onderneming vormen, waarvan de leiding in dezelfde functie gewoonlijk mede overgaat naar de nieuwe n.v. De waardering, waartegen het vermogen van de onderneming wordt ingebracht in de nieuwe n.v. kan en behoort zodanig te zijn, dat zij is vastgesteld op basis van het redelijke rendement ten tijde van een mogelijk minder gunstige situatie in de toekomst. In de waardering van dit ingebrachte vermogen schuilen reeds de nodige reserves, zodat het mogelijk is de nominale waarde van het aandelenkapitaal zodanig vast te stellen, dat op een continuerend redelijk dividend kan worden gerekend. Ook fiscaal is het meestal mogelijk om aan deze regels voor vaststelling van het nominale aandelenkapitaal te voldoen¹,

¹ De zg. geruisloze overgang bij de omzetting ener firma in een n.v. is geregeld bij de resolutie van de Minister van Financiën d.d. 2 Juni 1947 nr. 1 B. 8462.

zodat in deze gevallen van oprichting ener n.v. de gestelde eisen praktische betekenis hebben.

Wordt aan de hierboven gestelde eisen niet geheel voldaan, dan zal toch de situatie der nieuwe n.v. meer naar de gewenste toestand neigen, dan wanneer de oprichting van een n.v. tevens de eerste uitvoering van een ondernemingsproject belichaamt. Wanneer een bestaande onderneming in een n.v. wordt omgezet, zijn het redenen van continuïteitsstreven, die gewoonlijk hiertoe de doorslag geven, hetzij om het voortbestaan van de onderneming te verzekeren, hetzij wegens expansieplannen, waarvoor nieuw kapitaal moet worden aangetrokken. De onderneming zal, als goedgeleide onderneming, het technisch optimum toch wel benaderd hebben; ook van de weg der eisen van reservering en afschrijving naar het continuerende toekomstige rendement zal een behoorlijk eind zijn afgelegd. De kans om eerder het stadium van gezonde n.v. te bereiken is wel aanwezig. Daarom is er alle reden, dat uit beleggingsoogpunt aandelen van familiebedrijven, die de publieke kapitaalmarkt bereiken, worden geprefereerd boven aandelen van n.n.v.v., die nieuwe objecten entameren. Aan de vaststelling van de grootte van het nominale aandelenkapitaal bij een eerste optreden van n.n.v.v. op de kapitaalmarkt moet dan ook een bijzondere betekenis worden gehecht.

Winstinhouding voor zelffinanciering

De winst valt volgens haar bestemming uiteen in een winstuitkering en een winstinhouding. Het is gebleken, dat winstinhouding noodzakelijk is, om in de vorm van reserves de vele onzekerheden, die niet in een kostprijsberekening- en afschrijvingstechniek tot uitdrukking kunnen komen, op te vangen. Deze reserveringen beogen de rentabiliteit steeds in stand te houden. Dit instandhouden houdt meestal ook een streven in tot verhoging van de rentabiliteit. Dit ligt in de aard van ieder economisch ondernemen, zodat de winstinhoudingen voor zelffinanciering gaan dienen. Het begrip zelffinanciering is nogal dubbelzinnig, maar duidt in ieder geval op een streven naar het aanboren van interne financieringsbronnen zonder hulp van buiten. Van Berkum heeft erop gewezen, dat dit begrip ruimer is dan winstfinanciering¹. Zelffinanciering omvat de aanschaffing van nieuwe productiemiddelen, die gefinancierd worden hetzij uit vrijgekomen afschrijvingsbestanddelen, hetzij uit ingehouden winsten, die de vorm van open of geheime reserves hebben aangenomen. Deze laatste vorm van zelffinanciering wordt door het begrip winstfinanciering mogelijk nog beter

¹ P. P. van Berkum, Kapitaalvorming in de Onderneming, in „Economie”, 9e jrg. afl. 1/2, Oct./Nov. 1943, blz. 4 e.v.

bepaald, maar de tegenstelling, die het meer gebruikelijke woord „zelffinanciering” suggereert met de financiering door het aantrekken van nieuwe middelen van buiten, heeft ook zijn voordelen.

In tegenstelling met de financiering van expansie door het aantrekken van nieuwe middelen zal een financiering van expansie door het inhouden van winsten de verhouding tussen aandelenkapitaal en reserves steeds verbeteren. Voorwaarde is, dat de beoogde expansie rendabel is. Immers in het geval, dat de nieuwe investeringen geen rendement opleveren, hebben ze ook geen toekomstige rentabiliteitswaarde en verhogen de ingehouden winsten de waarde van het vermogen niet. In geval, dat het toegevoegde rendement, dat behaald wordt op de nieuwe investeringen, proportioneel lager is dan dat op het oude vermogen, zal er wel een rentabiliteitswaarde van de ingehouden winsten ontstaan, maar die is naar gelang de graad van rentabiliteit, die op de nieuwe investeringen zal worden verkregen, meer of minder lager dan het totale aan winsten ingehouden reële bedrag. Daarentegen, wanneer het rendement op het vermogen, verkregen door ingehouden winsten, proportioneel hoger zal zijn dan dat op het oude vermogen, dan zal de rentabiliteitswaarde van het vermogen (en dus ook van de reserves) proportioneel meer stijgen dan de toevoeging aan het vermogen, die uit het bedrag aan ingehouden winsten blijkt. Uiteraard tracht de leiding ener n.v. naar de laatstgestelde rendementsverhouding te streven, maar of het gestelde doel bereikt wordt, is juist de onberekenbare factor, omdat het in de schoot der toekomst verborgen is. De neiging, om ingehouden winsten in min of meer sterke mate niet in de balans op te nemen, maar als stille of geheime reserve te behandelen, hangt ongetwijfeld met deze onzekerheidsfactor samen. Door ze als geheime reserves, resp. als stille reserves te beschouwen, wordt voor de buitenwereld de feitelijke rendementswaarde van deze ingehouden winsten reeds bij voorbaat op nihil, resp. als zeer gering beschouwd, zodat eventuele tegenvallers al in de waarderingen van deze reserves zijn verdisconteerd.

Voorals als het de financiering van expansieprojecten van enige omvang betreft, waarmee een voor jaren geldende politiek van inhouding van winsten gepaard gaat, is er reden om gedurende de periode, dat de inhoudingen nog te gering van omvang zijn om aan de plannen uitvoering te geven, deze als geheime reserves te behandelen. Immers in deze periode van plannen maken is er al zeer weinig met zekerheid bekend over een mogelijke rentabiliteit; alles ligt nog in de mist van waarschijnlijkheid en van wikken en wegen. Een reële schatting van kosten

en opbrengst is in geen enkel opzicht mogelijk, omdat zelfs de volledige schatting van de kosten van het project nog niet bekend is. De ingehouden winsten vergroten dan alleen de liquiditeit, maar komen verder op de balans niet tot uitdrukking.

Overigens wil hiermede niet gezegd zijn, dat een politiek van winstinhouding ter financiering van omvangrijke expansieprojecten nog gemakkelijk kan worden toegepast. Er zijn twee factoren, die deze wijze van expansiefinanciering thans moeilijker maken dan vroeger, nl. de toenemende kapitaalintensiviteit ten gevolge van de technische ontwikkeling en de belasting op de bedrijfswinsten. De eerste factor ondergraaft de redelijke kans om door winstinhouding tot de vereiste grote omvang van nieuw kapitaal te geraken. De tweede factor vermindert de omvang der in te houden winsten.

Vernieuwingsfinanciering

Nog sterker spreekt de neiging om het inhouden van winsten niet op de balans tot uitdrukking te brengen, wanneer het geschiedt om de financiering van de aanschaffing van technische vernieuwingen mogelijk te maken, die noodzakelijk zijn om het bedrijf up-to-date te houden, zonder dat er van expansie gesproken kan worden. Alleen handhaving van de relatieve positie van het bedrijf wordt dan beoogd. Of de uiteindelijke rentabiliteit van de n.v. door deze investering zal worden verbeterd, is dikwijls zeer onwaarschijnlijk. Deze investeringen zijn economisch gezien noodzakelijk om de rentabiliteit in stand te houden en beogen meestal rechtstreeks geen verbetering van de rentabiliteit. Het doel ervan is economische vervanging van het bestaande technische apparaat tot stand te brengen, omdat een congruente technische vervanging achteruitgang zou betekenen¹. Aangezien de historische kostprijs noch de vervangingswaarde als basis van afschrijving op productiemiddelen enige zekerheid geven, dat op tijd tot een economische vervanging kan worden overgegaan, is het inhouden van winsten noodzakelijk om deze economische vervanging te financieren. De kosten voor de economische vervanging behoren niet tot de winst te worden gerekend en zijn niet als reserve te beschouwen. Zij vervullen dezelfde functie als de afschrijvings-bestanddelen (op basis van de historische kostprijs of van de vervangingswaarde, dat is indifferent) in de kostprijs en zijn in feite geen vrije reserves van de onderneming². Ook bij de toepassing van de vervangings-

¹ Vgl. J. L. Mey Jr, Kapitaalhandhaving en Vervangingswaarde-theorie in „Economie”, 10e jrg. afl. 12, Sept. 1946, blz. 402.

² Vgl. P. P. van Berkum, De Relativiteit van het Kapitaal, Tilburg 1946, blz. 17.

waarde op de afschrijving van duurzame productiemiddelen, die stellig de voorkeur verdient, kan deze noodzakelijke winst-inhouding niet achterwege blijven. Wanneer Groeneveld meent, dat geheime reserveringen geschieden „hetzij ter opvang van de verliezen der laagconjunctuur, hetzij voor de financiering van de expansie”¹, dan wordt de eventueel aanwezige noodzaak van de economische vervanging, die geen hogere rentabiliteit oplevert, hierbij over het hoofd gezien. Ook dit is één van de niet-calculerbare omstandigheden, die Mey bedoeld², waartegen alleen de leiding de nodige reserveringsmaatregelen moet en kan nemen.

De grens tussen wat als economische afschrijving dient te worden beschouwd en wat moet dienen om de productie te vergroten, die noodzakelijk is om de relatieve positie van de n.v. binnen de bedrijfstak te handhaven, is niet steeds scherp te trekken. Het antwoord op de vraag, waar de grens ligt, is dikwijls het resultaat van subjectief inzicht. Het is praktisch dan ook ondoenlijk om tussen deze twee wijzen van investering of herinvestering onderscheid te maken. Vernieuwing van productiegoederen gaat ten gevolge van de technische vooruitgang voortdurend gepaard met uitbreiding van het productievermogen. De hieruit voortvloeiende uitbreiding van de productie is eigenlijk niet meer dan de noodzakelijke stap om de relatieve positie in de bedrijfstak te handhaven. Er is in de meeste van deze gevallen geen reden aanwezig om de rentabiliteitswaarde van deze nieuwe productiegoederen hoger aan te slaan. De benodigde meerdere middelen voor aanschaffing dienen dan zonder meer successievelijk uit de jaarlijkse bruto winsten te worden afgezonderd en te worden ingehouden, ter voldoening van de kostprijs der nieuwe machines.

Een reden te meer om ingehouden winsten soms niet op de balans tot uitdrukking te brengen is het feit, dat veelal de kapitaalgoederen complementair verbonden zijn, vooral bij industriële bedrijven. Aan technische vernieuwingen kan uit rentabiliteitsoogpunt geen of alle waarde van het geheel worden toegekend, omdat het product niet tot stand kan komen zonder aanwezigheid van alle kapitaaldelen. Zolang een bepaald kapitaalgoed niet aanwezig is, zal er alles op gezet worden om dit kapitaalgoed te verkrijgen. Is het echter verkregen, dan kan het mogelijk zijn, dat ten gevolge van de complementariteit met de andere kapitaalgoederen het geen of slechts een liquidatie-

¹ G. L. Groeneveld, Prae-advies Nieuwe Tendenties in de Gepubliceerde Jaarrekening en de bespreking hiervan in De Accountant, 60e jrg. 1953 en Febr. 1954, blz. 407.

² J. L. Mey Jr in De Accountant van Febr. 1954, blz. 423 e.v.

waarde meer heeft, omdat dan andere kapitaalgoederen de zorgenkinderen van de technische leiding kunnen zijn geworden. De balanspolitiek vereist, dat het uit ingehouden winsten gefinancierde kapitaalgoed dan zonder meer als afgeschreven wordt beschouwd. Als balanswaardering is dit zowel economisch als technisch volledig verdedigbaar te achten, maar bij de kostprijsberekening van het product zal de vervangingswaarde van dit kapitaalgoed niet vergeten dienen te worden.

Bij het bovenstaande is zonder meer aangenomen, dat de gemiddelde rentabiliteit van de branche, waarin de n.v. werkzaam is, onveranderd blijft. De economische nuttigheid van de productie of diensten der bedrijfstak is in zijn geheel als onveranderd hoog beschouwd. Dit element der economische statica behoeft in de praktijk niet aanwezig te zijn. Wanneer de economische nuttigheid van bepaalde producten zich wijzigt, dan zal dit haar invloed hebben op de rentabiliteit van het vermogen der n.v. Blijvend toenemende vraag naar de diensten of de producten der n.v. kan de rentabiliteit zonder meer verhogen, zonder dat steeds de opkomst van nieuwe concurrentie behoeft te worden verwacht. Blijvende afnemende vraag heeft het tegengestelde effect onder mogelijke verheving der concurrentieverhoudingen. Handhaving of vergroting van de productiecapaciteit behoeft daarom op zichzelf nog geen vergroting van het rendement van de n.v. te geven. Een technische vernieuwing of een vergroting van het technische apparaat moet ook in de algemene economische dynamiek passen en beantwoorden aan vergrote afzetmogelijkheden om een hoger rendement te kunnen geven ¹.

De verschillende doeleinden, die met zelffinanciering door winstinhouding kunnen worden beoogd, wijzen erop, dat lang niet iedere reservering de rentabiliteitswaarde van het functionele kapitaal zal verhogen. Zelfs al is het de bedoeling van de leiding ener n.v. om dit door reservering te bereiken, dan zal het voorzichtigheidsmotief ertoe leiden om de verwachte stijging van het vermogen niet al te snel en al te nadrukkelijk naar voren te doen komen. Op zeer sterke wijze kan men een verhoogde rentabiliteit van het functionele kapitaal tot uitdrukking brengen door vergroting van het nominale aandelenkapitaal uit de reserves. Het ligt dan ook voor de hand, om aan een dergelijke uitkering de conclusie te verbinden van een door de leiding der n.v. verwachte blijvende stijging van de rentabiliteit van haar vermogen.

¹ Vgl. H. van Ravestijn, Over de relatieve en absolute betekenis van het kapitaal in de bedrijfseconomie in: Maandblad voor Bedrijfsadministratie, 51e jaargang 1947, blz. 129.

Versluierde werkelijkheid

Aangezien de uitkering van bonusaandelen en stockdividenden in de regel aan de aandeelhouders van de desbetreffende n.v. ten goede komen, mogen de economische verhoudingen, die er tussen de n.v. en de aandeelhouders bestaan bij deze beschouwingen niet verwaarloosd worden. De aandeelhouders zijn de directe belanghebbenden bij dergelijke uitkeringen in aandelen. Zonder een juist inzicht in de werkelijke verhoudingen tussen de n.v. en haar aandeelhouders kan geen oordeel worden verkregen over de betekenis, die bonus en stockdividend voor de n.v. en de aandeelhouder heeft.

Juridisch vormt de vergadering van aandeelhouders de hoogste macht; de directie is in haar dienst en commissarissen vertegenwoordigen haar belangen. Er moge verschil van mening zijn, in hoeverre de economische werkelijkheid van deze conceptie afwijkt, het is toch communis opinio, dat de juridische constructie de werkelijkheid niet dekt.

Verskil van mening in hoeverre de werkelijkheid afwijkt van het juridische patroon kan gemakkelijk ontstaan, omdat de juridische vorm en de hieraan verbonden formaliteiten gehandhaafd moeten worden en dus de werkelijkheid achter de schijn wordt verborgen. Ook is de scheiding van functies van kapitaalverschaffing en leiding, die de economische theorie aanneemt, in de praktijk lang niet altijd in alle consequenties doorgevoerd. In vele besloten n.n.v.v. zijn leiding en kapitaalverschaffing nog in dezelfde personen verenigd; in vele open n.n.v.v. is die scheiding slechts ten dele doorgevoerd, doordat voor een deel van de kapitaalverschaffing is deelgenomen door hen, die de functie van directie of commissariaat niet waarnemen. Toch berust de onderscheiding tussen besloten en open n.v. op een werkelijkheid, die appelleert aan een verschil in economisch uitgangspunt bij de verhouding tussen de n.v. en haar aandeelhouders.

De participant

Het kenmerk van een besloten n.v. is de afwezigheid van gemakkelijke verhandelbaarheid van haar aandelen. De gemakkelijke verhandelbaarheid kan door statutaire bepalingen belemmerd worden, bv. door een regeling, dat de koers en kopers moeten worden bepaald of gesanctioneerd door de vergadering van aandeelhouders, maar ook door de afwezigheid van anonimiteit van het aandelenbezit tussen de aandeelhouders onderling, zoals bij familie-n.n.v.v. veel voorkomt. De gemakkelijke verhandelbaarheid van de persoon van de aandeelhouder, die het

aandeel tot een min of meer liquide bezit maakt, is er niet. De aandeelhouder kan zich niet zonder meer losmaken van de band, die hem met de n.v. verbindt; hij is participant. Dikwijls maar lang niet altijd gaat deze participatie gepaard met het vervullen van leidinggevende functies. Het sterkst komt dit tot uiting als alle aandelen zich in één hand bevinden; minder sterk, maar toch aanwezig als bepaalde aandeelhouders of groepen van aandeelhouders, bv. een familiegroep, bij statutair recht, overeenkomst of traditie op de benoeming van leidende figuren in de n.v. invloed kunnen uitoefenen.

Dit alles is er de oorzaak van, dat de aandeelhouder-participant van de besloten n.v. in een nauwere verhouding staat die hem meer tot (mede)-eigenaar maakt, die de risico's van die eigendom niet kan afschuiven. Vooral als de leidinggevende functies aan het aandelenbezit gepaard gaan, zal de dividend-uitkering de aandeelhouder minder belang inboezemen dan de instandhouding van de rentabiliteit der n.v. De belangen van de participant-aandeelhouder zijn in meer of minder sterke mate te vereenzelvigen met de belangen van de n.v. Toch is er een grens tussen die belangen.

In fiscalibus wordt de waarde, die de aandelen ener besloten n.v. voor de participant-aandeelhouder hebben, dikwijls met de rentabiliteitswaarde van het functionele kapitaal gelijk gesteld. De verwarringwekkende uitdrukking „intrinsieke waarde” wordt steeds meer met de rentabiliteitswaarde vereenzelvigd¹. Men kan zich afvragen, of dit juist is. Door het bestaan van de n.v., ook al zouden alle aandelen in één hand van de enige directeur zijn, kan er in economische zin een scheiding ontstaan zijn tussen de onderneming en de eigenaar.

De n.v.-vorm bevordert ten sterkste het voortbestaan van de onderneming buiten en naast de ondernemer om en zal dikwijls om deze redenen zijn gekozen. Voor de onderneming als economische zelfstandigheid² is de n.v.-vorm geen noodzaak, maar meermalen zal zij zich in dit kleed steken. Sinds de invoering van de vennootschapbelasting is er minder reden om te vermoeden, dat de n.v.-vorm voor economische werkdadigheid, die meer aan het leven van één persoon gebonden is, zal worden misbruikt, zodat thans deze vorm gewoonlijk de economische zelfstandigheid van de desbetreffende onderneming zal accentueren.

¹ Vgl. A. L. Dementint, De intrinsieke waarde van incurante aandelen, in Opstellen ter gelegenheid van een kwarteeuw V.A.G.A., Rotterdam 1951, blz. 57 e.v., blz. 64.

² Vgl. M. J. H. Cobbenhagen, De Verantwoordelijkheid in de Onderneming, Roermond 1927, Hoofdstuk II, blz. 21 e.v.

De persoonlijke band van aandeelhouder-kapitaalverschaffer met de n.v., die er bij besloten n.n.v.v. in meer of mindere mate bestaat, is een onvolgroeidheid van die economische zelfstandigheid. In principe is niettemin de scheiding tussen leiding en kapitaalverschaffing aanwezig en zal ze ook na tijdsverloop meer werkelijkheid worden, zodat ook aan de aandelen van de besloten n.v. een rendementswaarde is toe te kennen, die niet perse gelijk behoeft te zijn aan de rentabiliteitswaarde van het functionele kapitaal.

Zelfs al zouden op de aandelen ener besloten n.v. ondanks hoge rentabiliteit van het vermogen geen dividenden op het aandelenbezit zijn uitgekeerd, dan nog is er reden om in de waarde van de aandelen niet alle reserves te verdisconteren. Een fictieve rendementswaarde van het aandelenkapitaal, gebaseerd op een naar omstandigheden normaal dividend is dan meer op zijn plaats dan een overigens even arbitraire waardering op rentabiliteitswaarde van het functionele kapitaal. Van enig dividend is dan immers bewust afstand gedaan, omdat het ondernemingsbelang het participatiebelang nog volledig overheerst.

Dit kan echter wel eens anders worden, want die overheersing van het belang van de onderneming zal niet steeds blijven bestaan. De verwarring, waartoe de zg. intrinsieke waarde als waarde van het aandeel van de besloten n.v. aanleiding geeft, komt naar voren als de n.v. haar besloten karakter wil laten varen. De aandeelhoudersparticipanten willen dan het volle pond voor hun „offers” opeisen. De volgende aanhaling uit het Verslag over 1953 van de Directie van de Nederlandsche Participatie-Maatschappij N.V. is dienaangaande wel zeer duidelijk: „Toch is ons in het algemeen gebleken, dat verscheidene naamloze vennootschappen behoefte aan uitbreiding van het aandelenkapitaal hebben. Vooral de besloten familie-vennootschappen moeten echter grote weerstanden ondervinden, voordat zij ertoe willen overgaan vreemd kapitaal in de zaak te nemen. Het verlangen de kring der aandeelhouders zolang mogelijk tot een bepaalde groep beperkt te houden wordt versterkt door de overweging dat alle open en stille reserves niet ten volle in de overnamekoers verdisconteerd kunnen worden, terwijl verder de vrees voor medezeggenschap van nieuwe aandeelhouders een rol speelt. Zo worden reorganisatieplannen dikwijls zolang mogelijk uitgesteld, met het gevolg, dat ons voorstellen bereiken, waaraan wij onze medewerking niet meer kunnen verlenen.”

Een merkwaardige tragiek bevatten deze regels. Niet de doorbraak van een besloten kring en het toelaten van buitenstaanders is hier het tragische moment, want dat is het afsluiten van een levensfase van de besloten n.v. naar de volgroeiing, die uiter-

aard aarzeling teweeg zal brengen; maar de door de fiscus aangehangen en aan de participanten bijgebrachte waarde-over-schatting van de aandelen der besloten n.v. is de oorzaak van deze tragiek. Te lang hebben de participanten vermogensbelasting moeten betalen over een hoge „intrinsieke” waarde en te zwaar zal de aanslag in de inkomstenbelasting zijn bij het „openen” van de beslotenheid, om niet die waarde op te eisen, die hun aandelen zouden bezitten. Maar het blijkt, dat zij deze intrinsieke waarde niet kunnen verkrijgen; de verwaarlozing van de eigen rendementswaarde der aandelen als een realiteit leidt tot teleurstellingen, die het openmaken van de besloten n.v. verhinderen.

Dat uitkering van reserves in aandelen een middel kan zijn, dat bij het doorbreken van de beslotenheid van n.n.v.v. kan worden toegepast, zal te zijner tijd nog worden bezien. De hierboven gereleveerde misvattingen maken de toepassing hiervan in de praktijk tot een moeilijk probleem.

Scheiding van leiding en kapitaal

Geheel anders ligt de verhouding tussen kapitaalverschaffers en leiding bij een publieke of open n.v. De scheiding tussen deze twee groepen is in principe voltooid, al kunnen hier vele gradaties optreden. Maar ook komt de zeer sterke en absolute scheiding van leiding en kapitaalverschaffing voor, soms in dergelijke vormen, dat de juridische conceptie een aanfluiting van de werkelijkheid is geworden. Constructies, die onder de huidige wetgeving zijn ontstaan, zoals:

- a. zg. olichargische clauses, die het benoemingsrecht der aandeelhouders van directie en commissarissen zodanig aan banden leggen, dat het in feite is voorbehouden aan bepaalde leidinggevende personen en dit recht der aandeelhoudersvergadering volledig is uitgehold¹;
- b. de houdster-n.n.v.v. onder benamingen als „Gemeenschappelijk Bezit” of „Nationaal Bezit van Aandelen” (in een bepaalde n.v.), waardoor iedere invloed op de n.v., waarin de kapitaalverschaffers in feite hun kapitaal hebben gestoken of wensen te steken, practisch is uitgeschakeld;
- c. certificaten van aandelen, soms zelfs onder de bepaling, dat roeyement der certificaten voor omwisseling in de echte aandelen is uitgesloten, waardoor de kapitaalverschaffer afziet

¹ G. van der Wal, De Differentiatie van Leiding en Financiering in de Naamloze Vennootschap, in de bundel „Economie en Maatschappij” Groningen z. j., heeft berekend, dat bij de ter beurze van Amsterdam genoteerde aandelen „72 % der betrokken ondernemingen en 91 % van het kapitaal oligarchisch beschermd” is (blz. 300).

van het bezit van het aandeel en dus ook van de eigen uitoefening van rechten, aan het aandeel verbonden ¹, vinden vooral bij de belangrijkste ondernemingen, die met grote kapitalen werken, een zich nog steeds uitbreidende toepassing. Niet alleen door deze constructies wordt min of meer iedere praktische invloed der kapitaalverschaffers-aandeelhouders uitgebannen, maar ook de economische kapitaal- en vermogensconceptie leidt tot hetzelfde resultaat. Alleen de dagelijkse leiding kan zich door haar zeer nauwe betrekking tot de n.v. een oordeel vormen over de feitelijke omvang van het vermogen en door gegronde schattingen van de toekomstige ontwikkeling hiervan.

Op de vaststelling van het winstcijfer en het dividend hebben praktisch de aandeelhouders geen invloed; zij *moeten* wel accepteren wat hen als zodanig aan cijfers wordt voorgezet. Polak ² noemt dan ook in navolging van Schadee de aandeelhouders postcurrente crediteuren en voegt hieraan toe: „niet ten onrechte; zij gedragen zich vrijwel steeds als zodanig.” Van der Grinten heeft onlangs het aandeel nog omschreven als „een onlosbare vennootschappelijke schuldvordering ten laste van de n.v.” ³.

Maar dan kan de aandeelhouder toch ook moeilijk anders optreden dan als crediteur. Wanneer er zich op een aandeelhoudersvergadering ener publieke n.v. conflicten voordoen tussen de leiding en de aandeelhouders, dan is de houding der laatstgenoemden steeds die van een niet voldaan crediteur, die zijn recht poogt te zoeken. Volgens het spel der wetregels moge de aandeelhoudersvergadering de werkgever zijn, die zijn werknemers-directeuren ter verantwoording kan roepen, de onmacht om dit te doen blijkt steeds opnieuw uit ieder verslag van een min of meer rumoerige aandeelhoudersvergadering. Ook wanneer de aandeelhouders-opposanten zich organiseren tot een als eenheid optredende groep is hun optreden niet anders. Overigens doen deze conflicten zich bij uitzondering voor.

Leiding en beleggers

Deze scheiding tussen leiding en kapitaalverschaffing wordt in

¹ Zie over certificaten van aandelen en aandelen-„Nationaal Bezit”: P. P. van Berkum: „Samenwerking met buitenlandse ondernemingen op basis van behoud van zelfstandigheid”, in *Economie*, 6e jaarg. blz. 434 en B. H. A. Meyerink: Wering van „vreemde” invloeden, in *Economie*, 7e jrg. blz. 279.

² N. J. Polak, *Eenige Grondslagen voor de Financiering der Onderneming*, 5e druk, Haarlem 1933, blz. 82.

³ W. C. L. van der Grinten, *Aandeel en Obligatie in: De Naamloze Vennootschap*, jrg. 81, Nov. 1953 no. 8, blz. 123.

zeer vele gevallen ook door de aandeelhouders gewenst. De aandeelhouder is in steeds toenemende mate tevreden met de rol van de belegger, die zijn kapitaal aan de leiding van de n.v. heeft toevertrouwd, in de hoop en verwachting, dat deze leiding er voor zal zorgen, dat hij voor het gestelde vertrouwen remuneraties verkrijgt, echter zonder dat hij enige juridische zekerheid heeft. Dikwijls zit hierbij ook de gedachte voor, dat de belegging in uitgezochte aandelen de belegger-aandeelhouder mede een redelijke kans geeft, dat de geldswaarde of beurskoers in proportioneel gelijke mate zal stijgen als de inflatie en muntontwaarding voortschrijdt.

Deze veronderstelling is, gezien hetgeen reeds in het voorgaande is gezegd over de gestelde doeleinden van het aandelenkapitaal vrij wankel gefundeerd. Het streven naar continuïteit zal de winstuitkeringen in de vorm van dividend afstemmen op de eisen van inhouding van winsten ter instandhouding van de positie der n.v. Dit streven zal aan de n.v. in inflatieperioden reeds zware eisen stellen. Alleen voor zover reële winstinhouding leidt tot een zodanige rendabele expansie, dat er een blijvend hoger dividend is te verwachten, zal aan de hoop der beleggers-aandeelhouders kunnen worden voldaan.

De scheiding tussen leiding en kapitaalverschaffing, die in feite dikwijls achter de juridische gevel aanwezig is, en die als een der kenmerken van de moderne onderneming kan gelden, heeft ertoe geleid, dat de aandeelhouder belegger is geworden. De beleggersmentaliteit en haar betekenis is nog zeer weinig onderzocht, maar het is ongetwijfeld een kenmerk van de belegger in aandelen te noemen, dat hij zich normaliter bewust onthoudt van pogingen, om invloed uit te oefenen op de leiding van het bedrijf¹. Ondernemingen, die zich tot taak hebben gesteld te beleggen en anders niet, — zij kunnen de vorm aannemen van een besloten of een open n.v., van administratiekantoren, die depôtfracties e.d. uitgeven of hoe dan ook — erkennen dikwijls als beleidsprincipe, dat zij zich moeten onthouden van het deelnemen aan aandeelhoudersvergaderingen².

¹ Dit wil niet zeggen, dat hij geen interesse heeft voor mededelingen van de directie over de onderneming of voor de balans en winsteijfers. Integendeel, deze gegevens krijgen de betekenis van oriëntatiemiddelen voor de belegger, waarop hij mede zijn gestes als zodanig stelt. Het jaarverslag aan aandeelhouders, teneinde het beleid van de directie en commissarissen te beoordelen, wordt in feite niet op de jaarvergadering, maar op de effectenbeurs beoordeeld.

² Onderscheid moet hier gemaakt worden tussen beleggingmaatschappijen en participatiemaatschappijen. Laatstgenoemde ondernemingen streven juist naar het uitoefenen van invloed op de leiding in de ondernemingen, waarin zij hebben deelgenomen, maar daarom zijn zij ook geen belegging-

Hun aandelenbezit in n.n.v.v. kan, gezien de algemene geringe belangstelling van de zijde der aandeelhouders, hen dikwijls invloed doen uitoefenen op de besluiten der algemene vergaderingen, maar zij laten dit na en geven de directie alle kans de besluiten formeel te laten voorbereiden en doen aannemen, zoals deze het wenst. Critiek komt alleen tot uiting in hun beleggingsbeleid, niet in hun functie als aandeelhouder.

Deze nadrukkelijke vrijwillige afstand van aandeelhoudersrechten wijst er wel zeer sterk op, dat de juridische conceptie van de aandeelhouders met de opvattingen, die de belegger huldigt, in strijd is. De beleggingmaatschappijen voelen zich immers de beleggers „par excellence” en zullen zich zodanig gedragen, zoals algemeen van een rationeel belegger wordt verwacht.

De beurskoers het oordeel van de belegger

Het oordeel van de belegger over de leiding en de positie ener n.v. komt wel tot uiting in de beurskoers. Dit is niet alleen het oordeel van de belegger, die aandeelhouder is, maar nog meer het oordeel van de belegger, die geen aandeelhouder is, maar het wil worden en soms van de belegger, die geen aandeelhouder meer wenst te blijven. Het oordeel van de belegger, die aandeelhouder is en wenst te blijven (deze groep vormt wel het leeuwendeel der aandeelhouders) komt niet tot uiting, tenzij men in het vasthouden en dus in het passieve niet-vergroten van aanbod of vraag een koersbeïnvloeding wil zien. De belegger, die verkoopt kan dikwijls door liquiditeitseisen gedwongen zijn om tegen zijn zin van zijn aandelenbezit afstand te doen. Alleen de koper geeft in zijn biedkoersen steeds blijk van een waardering van bepaalde aandelen.

De koersvorming op de effectenbeurs is de resultante van een uitermate verweven complex van invloeden, beoordelingen, verwachtingen en speculaties. Hierop is ook de rentestand van invloed, die trouwens weer een functioneel verband met de koers vormt. De aandelenkoersen zullen niet zo nauw verbonden zijn met de rentestand, als bij obligaties is te constateren, maar toch wordt algemeen aangenomen, dat er binnen ruime grenzen van een zeker rendement, op aandelen is te spreken, al kan dit door

maatschappij. Aan het begrip belegging is tot op zekere hoogte inhaerent het streven om zoveel mogelijk risico te ontlopen, bv. door risicospreiding toe te passen. Instandhouding is, volgens de definitie van N. J. Polak in „Eenige Grondslagen voor de Financiering der Onderneming”, 2e onvoltooide deel, Haarlem 1951, blz. 14, het doel van beleggen. Bij participatie treedt een streven naar een bepaalde risicoconcentratie op de voorgrond, waardoor medebeslissing en controle op de leiding gewenst wordt geacht.

verschil in risico-beoordeling voor de onderscheiden aandelen en door andere factoren nog ver uiteenlopen. Naar het geconstateerde rendement regelt zich de koers van het aandeel en het koersverloop van de aandelen beïnvloedt weer het algemene of bijzondere renteniveau op de aandelenmarkt. Het dividend en de dividendverwachting is voor de belegger mede een factor bij zijn beleid. Op de lange duur gezien zal het zelfs de belangrijkste factor zijn, omdat de rendementswaarde zowel voor belegger als speculant uiteindelijk de enige juiste waarde van het aandeel vormt en deze waarde niet kan worden bepaald zonder het dividend¹. De beurskoers en het beursrendement wordt dus mede beïnvloed — en op de duur zelfs in belangrijke mate — door de dividendpolitiek der n.n.v.v.

De omschakeling van de aandeelhouder tot belegger heeft daarom voor de leiding der n.v. haar consequenties bij de dividendpolitiek en hetzelfde kan gezegd worden van een eventuele politiek tot vergroting van het aandelenkapitaal. In dit laatste zal de belegger in principe steeds een teken van welvaart voor de n.v. zien, vooral wanneer de vergroting plaats vindt uit de reserves. De verhoging van de potentiële minimumgrens van het vermogen wijst op de overtuiging van de leiding van de n.v., dat het niet te verwachten is, dat het renderende vermogen onder de waarde van het verhoogde aandelenkapitaal zal dalen.

Het is ook redelijk, dat de belegger uit het besluit tot verhoging van het aandelenkapitaal de conclusie trekt, dat de leiding van oordeel is, dat in de toekomst een groter bedrag tot uitkering op de aandelen kan komen, zodanig, dat het dividendpercentage over het vergrote kapitaal in theorie onveranderd zal blijven. Immers anders is er voor de belegger geen reden te vinden waarom de leiding van de n.v. tot kapitaalvergroting zou overgaan. Een vergroting van het aandelenkapitaal is voor hem een aanduiding, dat de leiding van de n.v. de rendementsvooruitzichten zodanig zeker acht, dat een vergroting van het aandelenkapitaal de dividendpolitiek niet zal aantasten.

„Het bedrag van het (gestorte) aandelenkapitaal stelt stilzwijgend een norm,” zegt Visser².

Vergroting van het aandelenkapitaal is aldus voor de belegger en de aandelenmarkt een sterkere aanduiding van de verwachting ener blijvende rentabiliteit van het ondernemingsvermogen, dan een verhoging van het dividend zou zijn.

Deze conclusies van de belegger legt de leiding van de n.v. bij

¹ Vgl. J. W. van der Zwaan, Aandelenkoersen en Conjunctuur, Utrecht 1954, blz. 68 e.v.

² Tj. S. Visser, Wat betekent de Wet op de Herkapitalisatie 1951? Alphen aan de Rijn 1951, blz. 12.

uitkering van bonusaandelen of van stockdividenden een morele verplichting op. Het is een veel verspreide opvatting, dat herkapitalisatie geen reële betekenis heeft. „Niemand wordt er rijker of armer van, en het heeft dus ook geen invloed op de vermogens of inkomens”, zegt Blom¹. Deze opvatting is echter niet juist te achten, omdat geen rekening wordt gehouden met de feitelijke verhouding tussen de aandeelhouders-beleggers en de leiding van de n.v. Wil een herkapitalisatie „gezond” zijn, dan is het „de openlijke vastlegging van het feit, dat de onderneming in voorafgaande boekjaren winsten in het bedrijf heeft gehouden”. Het „betekent voor de aandeelhouders een duidelijke aanwijzing, dat de kapitaalwaarde van hun deelneming door winstinhouding is vergroot”². Deze conclusie zal de belegger trekken en het is dus redelijk — en niet irrationeel, zoals wel beweerd wordt — dat in de verwachting van een herkapitalisatie de koersen stijgen. Wanneer dit niet geschiedt zijn er andere factoren, die deze natuurlijke reactie van de belegger op de beurskoers tegenwerken, zoals de omstandigheid, dat er geen of weinig koopkrachtige vraag aanwezig is.

¹ F. W. C. Blom, Ondernemingsbesparingen, risicodragend kapitaal en de omvang der bedrijvigheid, Leiden 1949, blz. 43.

² A. C. M. van Keep, De Dividendpolitiek, Leiden 1950, blz. 92.

III

MOTIEVEN VOOR VERGROTING VAN HET AANDELENKAPITAAL UIT RESERVES

Onderkapitalisatie

Wanneer in continuïteit bij een n.v. winstinhoudingen plaats vinden of hebben plaats gevonden ter financiering van expansie, dan kan de waarde van het vermogen ener n.v., gekapitaliseerd op basis van het toekomstige rendement, dat naar redelijke schatting dooreengenomen in goede en minder goede tijden zal kunnen worden behaald, min of meer hoger zijn dan het nominale aandelenkapitaal. Zolang het aldus gewaardeerde vermogen verhoudingsgewijs niet in grote mate afwijkt van het uitstaande aandelenkapitaal, kan nog gediscussieerd worden over de al of niet voldoende veiligheidsmarge, die ten aanzien van de schatting ener rentabiliteit in mogelijk slechte tijden zal moeten worden aangehouden, maar wanneer de bedoelde vermogenswaarde de nominale waarde van het aandelenkapitaal verre overtreft, moet toch gesproken worden van een onderkapitalisatie.

Onderkapitalisatie wordt hier gebruikt overeenkomstig het practische spraakgebruik bij n.n.v.v., nl. in de betekenis van een onderwaardering van het nominale aandelenkapitaal, zodat verhoudingsgewijs een te klein aandelenkapitaal ten opzichte van het vermogen van de n.v. is ontstaan. Het veronderstelt de aanwezigheid van een nominaal aandelenkapitaal en heeft alleen op dit begrip betrekking¹.

Door begrenzing en de nadere bepaling, die in deze studie is gegeven aan de omvang, die het nominale aandelenkapitaal heeft, gezien zijn functies in de n.v. en de strevingen, waaraan iedere n.v. onderworpen is, ligt de grens tussen verantwoorde grootte van het aandelenkapitaal en de situatie, waar gesproken moet worden van onderkapitalisatie, wel verder dan men dikwijls zonder nadere fundering aanneemt.

In de balansanalyses van financiële bladen en in de adviezen bij belegging van effecten wordt al spoedig gesproken over

¹ In de bedrijfseconomie kan onderkapitalisatie nog een andere betekenis hebben, nl. van gebrek aan kapitaalmiddelen in een onderneming. In deze zin is het hier niet bedoeld.

„grote intrinsieke waarde” en over „onderkapitalisatie”, waarbij gewoonlijk min of meer uitgesproken wordt gezinspeeld op een waardering van het vermogen op basis van de vervangingswaarde. Onderkapitalisatie treedt eerst in een veel later stadium van zelffinanciering op, dan in deze analyses en adviezen wordt aangenomen, maar wel zij hier erkend, dat onderkapitalisatie bij een n.v. kan voorkomen en in de praktijk ongetwijfeld op belangrijke schaal ook voorkomt.

Kan onderkapitalisatie beschouwd worden als een fout in de financiering van een n.v.? Zijn er redenen, die aanleiding geven de mogelijkheid van onderkapitalisatie in het oog te houden om deze te herstellen door het nominale aandelenkapitaal te doen aanpassen aan de grootte van het vermogen? M.a.w. is er ook een minimumgrens voor de grootte van het aandelenkapitaal vast te stellen?

Wanneer de n.v. wordt gezien als een zelfstandig economisch lichaam met eigen economisch leven en doel, dan zal de minimumgrens voor het aandelenkapitaal weer gezocht moeten worden in de functies van dit aandelenkapitaal en in de strevingen, die aan de n.v. eigen zijn. Deze functies en strevingen geven echter alleen richtlijnen voor vergroting van het vermogen der n.v., want de kracht van het aandelenkapitaal om deze functies te vervullen ligt in het vermogen en niet in de omvang van het nominale aandelenkapitaal.

Er is geen grond te vinden op basis waarvan rationeel dwingend kan worden vastgesteld, hoe groot het aandelenkapitaal minimaal behoort te zijn op straffe van schade aan de financieringsverhoudingen binnen de n.v. Het is reeds in het voorgaande betoogd, dat er geen enkel verband bestaat, waaruit men kan concluderen, dat er tussen het vermogen en het nominale aandelenkapitaal zonder meer een zekere vaste verhouding moet zijn ¹. De juridische constructie van de n.v., die de eis stelt, dat een bepaald nominaal bedrag als aandelenkapitaal moet worden aangewezen, geeft slechts een grens aan het vermogen van de n.v. naar beneden, waaraan in het voorgaande de corresponderende economisch bepaalde grens van het nominale aandelenkapitaal naar boven is gekoppeld.

Uitkering van reserves

Anders ligt het in de verhouding, waartoe het aandelenkapitaal der n.v. staat tot andere rechtspersonen en natuurlijke personen. Het aandelenkapitaal is met de ingehouden reserves (en de nog onverdeelde jaarwinst) de wezenlijke vermogensweergave, eigen aan de n.v. Juridisch is die vermogens-eigen-

¹ Zie Hoofdstuk II, § 1, blz. 17.

dom van de n.v. slechts bepaald tot het nominale aandelenkapitaal. Aandeelhouders kunnen volgens het recht over de reserves beschikken ¹ maar niet over het aandelenkapitaal zonder de n.v. aan te tasten. Economisch en dus ook practisch gezien is het echter onmogelijk, dat aandeelhouders over de reserves, voor zover zij niet buiten de n.v. zijn belegd en niet in contanten aanwezig zijn, kunnen beschikken zonder de n.v. aan te tasten. Immers deze reserves vormen een deel van het vermogen van de n.v., dat de rentabiliteit moet opbrengen, terwijl de delen van dit vermogen min of meer nauw complementair zijn verbonden. Een opeisen van de reserves door aandeelhouders komt neer op gedeeltelijke liquidatie, die ook de aan het aandelenkapitaal toekomende waarde sterk aantast. Het is dan ook alleen als daad van kwaadwillendheid t.a.v. het voortbestaan van de n.v. te denken, dat aandeelhouders alle open reserves ener n.v. of een groot deel daarvan als uitdeling zouden opeisen. De gedachten-gang, dat er zich omstandigheden kunnen voordoen, die het gewenst maken om tijdig tot vergroting van het aandelenkapitaal uit de reserves over te gaan, teneinde conflicten over de mogelijkheid van opeising van een deel van het vermogen te voorkomen ², is niet reëel te achten. Zij ontkent ook de werkelijke verhouding tussen leiding en aandeelhouder in de n.v.

Reserve-uitkeringen en looneisen

Een merkwaardige drogreden voor de uitkering van reserves in aandelen is gelegen in de opvatting, dat hierdoor eisen van hogere lonen door de werknemers zouden kunnen worden voorkomen. De redenering is dan, dat toenemende reserves en de stijgingen van dividenden en tantièmes deze eisen opwekken. Door uitkeringen van reserves zou de aanleiding om hogere lonen te eisen, kunnen verdwijnen. Dit argument voor de uitkering van reserves doet verouderd aan als daterend uit de periode der onvervalste klassenstrijd. Het is niet in te zien, dat ter zake kundige vertegenwoordigers der arbeidersorganisaties bepaalde looneisen zouden laten varen, omdat de reserves in aandelen worden omgezet. Zij zien hier toch doorheen en zij zouden met evenveel reden juist in de omzetting in aandelen aanleiding kunnen zien om looneisen te stellen. Die omzetting wijst immers op de aanwezigheid en de verwachting van een

¹ Th. W. F. Speetjens, Het Kapitaal der Naamloze Vennootschap naar Nederlandsch Recht, Roermond 1947. Hoofdst. VII, blz. 95/111. Volgens Speetjens is de beschikking over de reserves alleen mogelijk, wanneer zij statutair is geregeld, blz. 107.

² U. Vaes, La Technique de Financement des Entreprises, Louvain 1946, p. 272.

blijvende hogere rentabiliteit. Expansie met hogere rentabiliteit, gefinancierd door winstinhouding, zal er veelal de oorzaak van zijn, dat de werkgelegenheid wordt vergroot en mogelijk aanleiding geven, dat ook hogere lonen kunnen worden uitgekeerd. Wanneer dit de werknemer nog niet mocht zijn opgevallen, zou juist de uitkering der reserves hem de ogen kunnen doen openen.

Het argument voor uitkering van reserves ter voorkoming van looneisen berust op dezelfde misplaatste opvatting over de reserves als bij het reeds behandelde argument ter voorkoming van opvraging der reserves in contanten door de aandeelhouders naar voren kwam. Het berust op een onjuist inzicht in de betekenis van reserves, die geïnvesteerde ingehouden winsten zijn.

Uiterlijk vertoon

Meer belang kan er in gelegen zijn om het gestorte aandelenkapitaal t.o.v. het vermogen te vergroten uit het oogpunt van meer aanzien, dat een n.v. met een groter aandelenkapitaal heeft. Wanneer een n.v. sterk ondergekapitaliseerd is, kan bij een eerste contact met nieuwe afnemers of leveranciers het kleine aandelenkapitaal een verkeerde indruk wekken, waardoor de belangrijke positie onderschat wordt. Uiteraard zal deze indruk verdwijnen, wanneer het contact nauwer wordt en de nieuwe relaties van de n.v. de juiste verhoudingen beter leren kennen. Bovendien kan het bij een n.v., die als goed geleid en van flinke omvang bekend staat, meer vertrouwen wekken, wanneer de financiële betekenis niet al te veel wordt versluierd en aan de ruime kring van belangstellenden door een vergroot aandelenkapitaal kan worden getoond, dat financieel niets behoeft te worden verborgen.

Dit slaat vooral op al te grote stille en geheime reserves, die uiteraard het inzicht in de ware financiële omvang en verhouding binnen de n.v. verdoezelen. Wanneer een expansiefinanciering is gelukt, d.w.z. wanneer door ingehouden winsten een uitbreiding van zaken of belangen is tot stand gekomen, die blijvend tot een hoger rendement op het vermogen zal bijdragen, kunnen de redenen, om voor de buitenwereld de vergrote financiële kracht te tonen, sterker worden.

Een zeer speciale reden tot financieel krachtvertoon is er op het moment, als het nodig is om nieuwe middelen of nieuwe financiers aan te trekken. Hierbij wordt vooral gedacht aan het openbreken van de besloten n.v., waarbij verwisseling van aandeelhouder zal optreden, al of niet gepaard gaande met het aantrekken van nieuwe middelen.

Het wegwerken van onderkapitalisatie kan verder van belang zijn, wanneer het vertrouwen in financiële kracht een belangrijke

factor is voor de zaken der n.v. Dan kan een demonstratie naar buiten door het vergroten van het gestorte aandelenkapitaal gewenst zijn. Naast een groter gestort aandelenkapitaal zal dan een sterke reservepositie moeten worden getoond door het opnemen van grote open reserves in de balans. Voor het aangaan van schulden op lange termijn is het aantonen van een ruime dekking noodzakelijk te achten.

Speciaal is een fraaie balans van betekenis voor n.n.v.v., die zich bewegen op de geld- en kapitaalmarkt, zoals banken, levensverzekeringsmaatschappijen, hypotheekbanken e.d. Het komt bij verschillende van deze instituten zelfs voor, dat er statutair een verband is gelegd tussen de omvang van hun transacties en het geplaatste aandelenkapitaal, al of niet volgestort. Is dit het geval, dan zal de expansie parallel moeten lopen met de omvang van het aandelenkapitaal. Het aandelenkapitaal vervult hierbij een speciale functie, omdat het het maximum van bepaalde financiële verplichtingen aangeeft, dat een n.v. mag aangaan. Men heeft aan het aandelenkapitaal nl. alleen een speciale garantiefunctie willen geven, die ook tot uiting komt in het feit, dat deze aandelen gewoonlijk niet zijn volgestort¹. De rentabiliteitsfunctie kan immers het niet gestorte deel van het aandelenkapitaal niet vervullen. De garantieverplichting komt neer op de aandeelhouders. Wanneer deze ondernemingen blijk willen geven van hun financiële kracht, kan dit allereerst geschieden door gehele of gedeeltelijke volstorting uit de reserves. Immers de garantiefunctie, die rust op de aandeelhouders, heeft alleen waarde voor zover de aandeelhouders de aandelen kunnen volstorten in voor de n.v. slechte omstandigheden. Het is in genen dele zeker, dat aandeelhouders dan wel tot volstorting kunnen overgaan, omdat ook voor hen allerwaarschijnlijkst de financiële situatie niet zo schitterend zal zijn en misschien moeilijkheden kan meebrengen. Volstorting der aandelen uit de reserves versterkt voor de buitenwereld de garantie, die het aandelenkapitaal dient te vervullen, want daardoor wordt aangetoond, dat de garanties reeds door de n.v. zelf kunnen worden opgebracht.

Winstverdeling

Een andere reden om tot vergroting van het aandelenkapitaal over te gaan, kan gelegen zijn in de verhoudingen bij de winstverdeling.

De verwachtingen omtrent de rentabiliteit in de toekomst kunnen zodanig zijn, dat tot dividendverhoging kan worden

¹ Vgl. A. B. A. van Ketel, Schetsen uit de Financiering der Onderneming, Leiden 1944, blz. 292 e.v.

overgegaan, omdat het hogere dividend ook gehandhaafd kan worden in de minder rendabele jaren, overeenkomstig de politiek van dividendnivellering.

De verhoging van dit minimum-dividendpercentage vereist zonder meer geen verhoging van het aandelenkapitaal, maar wel een extra verhoging van de verdeelbare winst, omdat zij tevens gevolgen voor de uitkeringen aan overige deelgerechtigden in de winst kan hebben. De hiervoor beschikbare winst wordt verdeeld volgens de schaal, zoals die in de statuten van de n.v. is opgenomen. Afgezien van de gevallen, waarbij van het volgende meest gebruikelijke schema wordt afgeweken, wordt van de verdeelbare winst eerst een primair dividend, dat gewoonlijk overeenkomt met de rente, die geldt op de kapitaalmarkt tijdens het opstellen van de winstverdeling, aan aandeelhouders uitgekeerd. Het daarna resterende, de zg. overwinst, wordt volgens een vastgesteld schema verdeelt tussen tantiëmisten, aandeelhouders, houders van winstbewijzen en anderen, die overeenkomstig de statuten deelgerechtigd zijn ¹. Hoe hoger het verdeelbare winstsaldo wordt vastgesteld, hoe groter de overwinst wordt en hoe sterker naar verhouding het deel der tantiëmisten en anderen, die alleen in de overwinst delen, toeneemt in verhouding tot het totaal (primair dividend plus deel in de overwinst), dat aan aandeelhouders toekomt.

Het hangt uiteraard ook zowel van de procentuele verdeling van de overwinst als ook van de omvang van het nominale aandelenkapitaal en het primaire dividendpercentage af, hoe groot ieders deel van de winst onder de deelgerechtigden uitvalt. Bij een groot aandelenkapitaal zullen de aandeelhouders dikwijls genoeg moeten nemen met een procentueel geringe stijging van het dividend, terwijl het voor enkele tantiëmisten beschikbare bedrag tegelijkertijd kan zijn verdubbeld. De techniek der winstverdeling kan dus veroorzaken, dat een verhoging van de uitkeerbare winst slechts een gering effect heeft op de dividendverhoging. Een vergroting van het uitstaande aandelenkapitaal door aan aandeelhouders in een bepaalde verhouding nieuwe aandelen ten laste van de reserves uit te keren, kan hier een oplossing geven. Het bedrag, dat dan nodig is voor de uitkering van het primaire dividend, wordt groter. Bijgevolg neemt door

¹ Wanneer men verdelingsvarianten, die ontstaan, doordat een uitkering aan de reserve voor of na het primaire dividend of bij de overwinst is vastgesteld, mede beschouwt als behorende tot dit algemene schema, dan is deze wijze van winstverdeling verre overheersend, ofschoon er een eindeloze reeks van variaties is binnen dit schema. J. F. C. van Bodegraven heeft dit uitvoerig onderzocht in zijn proefschrift „Winstverdeling bij Nederlandse Naamloze Vennootschappen”, Rotterdam 1951, blz. 103 e.v.

een vergroting van de uitkeerbare winst het voor tantiëmisten beschikbare deel der overwinst naar verhouding minder toe, dan het bij het aandelenkapitaal vóór de vergroting zou zijn toegenomen. Aan aandeelhouders kan aldus effectief een aanmerkelijk deel van de vergrote verdeelbare winst toekomen, al behoeft het dividendpercentage niet of niet te veel te stijgen.

Wanneer er toe wordt overgegaan om aan de werknemers een deel van de verdeelbare winst toe te kennen, kunnen billijkheids-overwegingen het wenselijk maken, dat door vergroting van het aandelenkapitaal het primaire aan aandeelhouders toekomende deel der winst wordt vergroot. In dit opzicht neemt het personeel t.o.v. aandeelhouders dezelfde plaats in als de tantiëmisten, voor zover althans de winstdeling der werknemers niet als kosten wordt beschouwd¹.

Hoge koersen

Ook in de hoge beurskoersen kan een reden tot aandelenkapitaal-vergroting zijn gelegen. Men bereikt er door, dat bij een onveranderd vermogen een vergroting van het aantal aandelen plaats vindt. Hierdoor ontstaat een verhoudingsgewijs lagere koers per aandeel en dus verkrijgt men per aandeel een geringere beurswaarde. Dit kan de verhandelbaarheid van de aandelen ten goede komen, ofschoon bv. met een splitsing van het aandeel in coupures met een lagere nominale waarde hetzelfde effect kan worden bereikt.

Bijzondere redenen

Voor de n.v. kunnen externe omstandigheden, bv. bepaalde fiscale maatregelen, die samenhangen met het inzicht van de overheid omtrent bezit, inkomensverdeling, enz. aanleiding geven om onderkapitalisatie ongedaan te maken.

Er kunnen zich ook bijzondere omstandigheden of aanleidingen voordoen, die de leiding van de n.v. een gelegenheid geven om door vergroting van het aandelenkapitaal de sterkte en de kracht van de n.v. te tonen, voor zover hierdoor de regels van de maximale omvang van het aandelenkapitaal niet worden overtreden. Kapitaaluitkeringen aan aandeelhouders bij wijze van feestgave bij een jubileum van de n.v., zoals men gratificaties aan het personeel geeft, komen wel eens voor; bv. de uitkering van 2 % in aandelen van de Hollandsche Bank-Unie N.V. in 1939, ter gelegenheid van het 25-jarig bestaan der n.v. Het ligt voor de hand in het jubileum meer de aanleiding dan de feitelijke reden van de uitkering te zoeken, al geeft het jubileum een gereede aanleiding tot dit financiële krachtvertoon.

¹ Vgl. A. C. M. van Keep, *De Dividendpolitiek*, Leiden 1950, blz. 101 e.v.

„Gratis”-aandeel

Bij al deze redenen om kapitaalverwatering toe te passen is verondersteld, dat zij geschiedt door het zg. gratis verstrekken van aandelen. Deze gangbare uitdrukking is uiteraard economisch gezien niet juist, want doordat men beoogt kapitaal te verwateren, geeft men bij de zg. „gratis” verkrijging iets prijs, nl. een deel van de waarde op het oude aandeel.

Dit deel van de waarde is de toekomstige rendementswaarde, die op het nieuwe aandeel overgaat, want het vermogen van de n.v. wordt door de afgifte van „gratis” aandelen niet vergroot. Wel wordt de waarde van het vermogen, dat aan de gezamenlijke aandeelhouders toekomt, verdeeld over meer aandelen, zodat ieder aandeel na de kapitaalverwatering minder waard is dan voor de „gratis” uitgifte van aandelen.

Dit is juist de bedoeling bij de uitgifte van „gratis” aandelen, want men beoogt hiermede een onderkapitalisatie weg te werken. Er zijn twee wijzen van uitkering van aandelen, zonder dat men hiervoor nieuwe middelen behoeft te storten, nl.

de uitgifte van bonusaandelen,
de betaalbaarstelling van stockdividend.

Deze twee manieren zijn het eigenlijke onderwerp van deze studie.

Alternatieve aanpassingsmethode

De redenen om tot vergroting van het aandelenkapitaal over te gaan, zonder dat het vermogen toeneemt, dus om door een kapitaalverwatering onderkapitalisatie weg te werken, zijn slechts zelden van dien aard, dat zij grote kosten voor de n.v. geoorloofd maken. Zij raken de n.v. niet rechtstreeks, maar betreffen de verhouding van de n.v. tot de wereld buiten haar. De hiervoor genoemde prestige-redenen, teneinde de ware financiële en economische betekenis van de n.v. beter tot uitdrukking te brengen, kunnen wel de rationeel belangrijkste worden geacht. Maar wanneer zij gepaard moeten gaan met zware financiële offers voor de aandeelhouders, zullen deze er gewoonlijk geen prijs op stellen. Gezocht zal dan worden naar een wijze, die voor de betrokkenen geen extra kosten meebrengt om het gestelde doel te bereiken. Deze wijze bestaat in de uitgifte van nieuwe aandelen met recht van inschrijving voor de oude aandeelhouders tegen een koers, die verre beneden de toekomstige rendementswaarde van het bestaande aandelenkapitaal ligt, met als laagste grens de uitgifte à pari. De oude aandeelhouders krijgen dan een claim, waarmee zij hun recht op inschrijving kunnen uitoefenen. Aan dit recht kan een geldswaarde worden toegekend, doordat

aan niet-aandeelhouders het recht tot inschrijving kan worden verkocht.

Tengevolge van vele redenen, die culminereren in de eis, dat aan nieuw risicodragend kapitaal meer moet worden geboden dan het theoretisch minimaal te stellen rendement, zal practisch steeds het nieuwe aandelenkapitaal slechts kunnen worden verkregen tegen een lagere koers dan met de rentabiliteitswaarde van het vermogen of met de rendementswaarde van de uitstaande aandelen overeenkomt.

Het practische gevolg van het aantrekken van nieuw aandelenkapitaal, zelfs als dit met een agio wordt geplaatst, zal daarom steeds zijn, dat de verhouding tussen aandelenkapitaal en reserves ongunstig wordt beïnvloed en dat verhoudingsgewijs de buffer der reserves kleiner wordt. Wanneer de koers van uitgifte met opzet lager wordt gesteld dan op de kapitaalmarkt zou kunnen worden bedongen, moet over een groter bedrag aan ingehouden winsten kunnen worden beschikt, om de gezonde verhouding tussen aandelenkapitaal en vermogen te handhaven. Het is inderdaad een wijze van kapitaalverwatering, waardoor onderkapitalisatie kan worden weggewerkt. Hierbij worden aan aandeelhouders geen extra kosten gevraagd, omdat de fiscus de claim onbelast laat¹. Deze wijze van kapitaalverwatering kan echter alleen worden toegepast wanneer de n.v. nieuwe middelen nodig heeft ter financiering (of ter consolidatie van de voorafgaande financiering) van expansie. Een bekend voorbeeld van een n.v., die dikwijls deze wijze van (gedeeltelijke) wegwerking van onderkapitalisatie heeft toegepast, is de Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij².

De claimwaarde

De emissie van aandelen met geen of met een gering agio als een methode van kapitaalverwatering verschaft aan de aandeelhouders een claim, wanneer hun het recht van inschrijving wordt gegeven. Deze claim heeft een handelswaarde, omdat zij recht geeft op een aandeel, dat meer waard is dan de inschrijvingsprijs, nl. de rendementswaarde, die men aan het aandeel toekent. De handelswaarde van de claim zal mede afhankelijk zijn van de graad van kapitaalverwatering; hoe groter de kapitaalverwatering is, hoe hoger de claimopbrengst behoort

¹ H. Burger, Claim en Bonus en de Inkomstenbelasting, Geschriften van de Vereniging voor Belastingwetenschap no. 75, Alphen aan de Rijn 1950.

² Nadat in December 1913 nog een nieuwe emissie te Amsterdam en Londen had plaatsgevonden tegen de koers van 620 %, emitteerde de „Koninklijke” in Juni 1916 haar eerste emissie à pari sinds 1892. De daarna volgende openbare aandelenemissies in September 1918, Juli 1919, Juni 1920, Juni 1924, November 1928 en Januari 1948 vonden alle à pari plaats.

te zijn. De omvang van de kapitaalverwatering wordt hierbij voor de n.v. bepaald door het verschil tussen de huidige rentabiliteitswaarde, zoals die door de leiding van de n.v. geschat wordt en de rentabiliteitswaarde, die de leiding aan het nieuw te ontvangen kapitaal hecht.

Maar bij de handelswaarde van de claim, dus bij de bepaling van de claimopbrengst voor de aandeelhouders, zijn er vele subjectieve factoren en waarderingen in het spel, zoals bij de bepaling van iedere marktprijs geschiedt. Wesselings, die van dit onderwerp een uitvoerige studie heeft gemaakt¹, concludeert terecht, dat „de prijs van de claim moet worden beschouwd als de resultante van de verschillende door de kapitalisten bepaalde constante waarde van de door hen verwachte toekomstige „overwinsten”².

De bepaling van de claimprijs houdt rekening met de toekomstige rendementswaarde, maar deze toekomstige rendementswaarde kan en zal door de aandeelhouders en toekomstige aandeelhouders, die wensen in te schrijven op de emissie, anders beoordeeld worden dan door de directie der n.v. is geschied. Het gevolg hiervan is, dat de aandeelhouder, die zijn claimrecht verzilverd, zowel meer als minder kan ontvangen dan de kapitaalverwatering per aandeel voor de n.v. groot is; dit is afhankelijk van de beoordeling van deze kapitaalverwatering, zoals die in de koers van de claim als marktprijs tot uitdrukking komt.

Een andere belangrijke consequentie, die ook reeds door Wesselings³ is opgemerkt, is dat de claimopbrengst geen vergoeding voor de daling van de beurskoers van het oude aandeel is, want het geschatte rendement in de toekomst over het nieuwe vergrote kapitaal bepaalt voornamelijk de opbrengst. De gebruikelijke zg. theoretische berekening van de claimwaarde, die in haar eenvoudigste⁴ en meest gebruikte vorm luidt: koers van het oude aandeel minus emissiekoers

$\frac{\text{aantal vereiste claims} + 1}{\text{aantal vereiste claims} + 1}$, is als zodanig
niet te accepteren, omdat hier twee geheel ongelijksoortige zaken bij elkaar worden gevoegd. Men stelt de (rendements)waarde van het oude aandeel, zoals die in de beurskoers vóór de emissie tot

¹ J. H. Wesselings, De Claim, Beschouwingen over het Economisch Karakter van het Claimrecht bij Uitgifte van Aandelen door Naamloze Vennootschappen, Amsterdam z. j.

² T.a.p. blz. 97.

³ T.a.p. blz. 88 e.v.

⁴ Meer volledig luidt de bedoelde formule: $Bn = \frac{n \times Bv + m \times E}{n + m}$, waar-
bij Bn = beursprijs na emissie; Bv = beursprijs vóór emissie; E = emissieprijs; n = aantal uitgegeven aandelen en m = aantal uit te geven aandelen.

uitdrukking komt op één lijn met een bepaalde geldsom, nl. het nieuwe kapitaal, dat in de n.v. komt. De waarde van het oude aandeel is een marktprijs en dus de resultante van vele subjectieve waarderingen, die volgens de wetten van de prijsleer daardoor een objectivering heeft verkregen, waarmee men als waardeschatting kan instemmen. De te storten geldsom, die de nieuwe middelen van de n.v. uitmaakt, krijgt echter in het vermogen van de n.v. eveneens een toekomstige rendementswaarde; zij zal volgens Wesselings „een andere gestalte aannemen”. Deze „andere gestalte” stellen kapitalisten ter beurse zich anders voor dan de leiding der n.v., maar zal toch ook in de waardering van de marktprijs van de claim tot uitdrukking komen. Over het nieuw gestorte kapitaal als geldsom is of wordt door de leiding van de n.v. beschikt, waardoor haar nominale waarde, eventueel plus gestortagio, niet meer de eigenlijke waarde van deze „andere gestalte” weergeeft. Toch wordt steeds de zg. theoretische waardeberekening van de claim gebruikt ter voorlichting van wat de claim behoort op te brengen. Het is echter geen wonder, dat het verloop van de koersen der claims sterk kan afwijken van die zg. theoretische waarde. Deze waardeberekening is immers niet theoretisch.

IV

HET BONUSAANDEEL

§ 1 WOORDVERKLARING EN DEFINITIE

Bonus

In verschillende encyclopedieën en woordenboeken vindt men voor „Bonus” de woordverklaring, dat het zou samenhangen met „bonum” en dus op „iets goeds” zou duiden. De Encyclopaedia Britannica acht bonus in zijn huidige betekenis zelfs een geestig gebruik van dit Latijnse woord ¹.

Het is voor een juiste begripsvorming niet zonder belang, dat wordt uitgegaan van een goede woordverklaring. Op het eerste gezicht ligt het wel voor de hand om bonus in verband te brengen met „bonum”, het goede, maar bij nadere beschouwing kan er toch wel enige twijfel over rijzen. Het is in het zakenleven en in de financiële wereld niet gebruikelijk om een klassiek-latijnse terminologie toe te passen. Wel worden er grif termen en woorden overgenomen uit het taalgebruik van die landen, waar een bepaald handelsgebruik is ontstaan of zich heeft ontwikkeld. Vele Italiaanse, Franse, en Engelse woorden konden in onze financiële en handelsterminologie burgerrecht verkrijgen, omdat met het gebruik ook het woord uit het land van oorsprong in zwang kwam. Het woord bonus is bij ons ongetwijfeld uit het Engelse spraakgebruik overgenomen. Het heeft in Engeland de betekenis van gratificatie, van een extra uitkering aan werknemers of aandeelhouders boven hetgeen waarop zijn normaliter recht hebben; een bonus geeft hun een extra recht op een uitkering. In het Nederlandse spraakgebruik heeft bonus alleen burgerrecht kunnen verkrijgen in de financiële wereld. Aan werknemers zal in Nederland geen bonus worden uitgekeerd, aan aandeelhouders

¹ Encyclopaedia Britannica, vol. III, 1946, p. 855 „Bonus, a term used in business or finance to describe an exceptional, occasional, or gratuitous addition to customary payments. It is a jocular and effective application of the Lat. bonus for bonum, „a good thing”.

Zie o.a. ook K. ter Laan, Beknopte Nederlandse Encyclopedie, 3e druk, 's-Gravenhage 1947 en British Universities Encyclopaedia, Vol. II, p. 302, London z.j.

en ook aan bestuurders van n.n.v.v. echter wel. Het heeft bij dit beperkte gebruik dezelfde betekenis van recht op extra uitkering.

Het recht geven op iets is in ruimere zin ook de betekenis van het uit het Frans overgenomen „bon”. Een bon is, nu de levensmiddelen-distributie nog in aller geheugen ligt, zeker geen onbekend begrip. Een bon is goed voor iets, maar dat behoeft niet iets goeds te zijn. Een bon is een tegoedschrijving, een erkenning, dat men op iets recht heeft. Het tegoed hebben, dat in bon en bonus ligt opgesloten, is dus een geheel ander begrip als het klassiek-latijnse „bonum” weergeeft. Het ligt voor de hand om bon en bonus als oorspronkelijk identiek van begrip te beschouwen, waarbij in bonus de oude middeleeuws-latijnse vorm is behouden, zoals in het Engels meer voorkomt. Bonus is dus in oorsprong een typisch administratieve term, een bewijs aanduidend, dat de rechthebbende een tegoed heeft.

Bonusaandeel

Een bonusaandeel is een aandeel, dat verkregen wordt uit een bonus, dat op aandelen recht geeft. Bonusaandeel heeft hier te lande een andere betekenis dan in Amerika de term bonusstock. Onder dit laatste verstond men aldaar de aandelen, die aan de oprichters en initiatiefnemers werden verstrekt. Het waren de gewone aandelen, die bij de uitgifte van preferente aandelen of van obligaties gratis aan de inschrijver werden toegewezen¹. Na 1910 komt deze wijze van aandelenuitgifte niet veel meer voor. Bonusstock, later watered stock geheten (een term overgenomen uit de veehandel, waarmee een onereuze praktijk werd aangeduid), is thans van geen betekenis meer². In Engeland wordt echter de term bonussshare wel gebruikt in de Nederlandse betekenis van bonusaandeel³. Het is niet ondienstig op dit verschillend woordgebruik de aandacht te vestigen, want in Amerika valt het Nederlandse begrip bonusaandeel mede onder de term stockdividend⁴. Er heeft hier te lande kennelijk een groei en ontwikkeling van de begrippen bonusaandeel en stockdividend plaatsgevonden, waardoor de inhoud van deze woorden zich heeft gewijzigd. Fahrenfort merkt op, dat men in en na de eerste wereldoorlog sprak van bonusaandelen, als men datgene bedoelde, wat thans onder stockdividend wordt verstaan⁵. De ver-

¹ C. N. Stabler, *How to read the Financial News*, New York, 1951, blz. 46, ook O. Bakker, *Bedrijfshuishoudkunde Deel II*, Purmerend, 1942, blz. 174.

² G. L. Leffner, Ph. D., *The Stock Market*, New York 1951, p. 16.

³ *Encyclopaedia Britannica*, vol. III, p. 855; zie ook R. H. Inglis Palgrave, *Dictionary of Political Economy*, vol. I, London 1901, p. 164.

⁴ C. N. Stabler, t.a.p., p. 53; O. Bakker, t.a.p. blz. 175.

⁵ J. Fahrenfort, *Stockdividend*, in *Bedrijfseconomische Encyclopaedie*, Deel I, blz. 459. Zie ook G. Vlug, *Prae-advies over „Hebben de claim*,

plaatsing van het zwaartepunt van de financiële wereld van Londen naar New York komt dus zelfs hier te lande in de gewijzigde betekenis van het woord bonusaandeel tot uiting. De betekenis er van is beperkt door de invoering van het Amerikaanse woord stockdividend. Des te meer is het daarom van belang om vast te stellen wat in deze studie onder bonusaandeel dient te worden verstaan.

Definitie

Van Ketel definieert het bonusaandeel als „het aandeel, dat aan reeds bestaande aandeelhouders gratis wordt uitgereikt. Hierdoor wordt derhalve het nominale kapitaal vergroot, zonder dat middelen aan de onderneming worden toegevoegd”¹. Het gevolg van de uitkering van een bonus, die recht geeft op een aandeel of op een deel van een aandeel, is aldus wel omschreven. Aandelen-bonussen geven recht op bonusaandelen en vergroten hiermede het uitstaande aandelenkapitaal. Aan de aandeelhouders wordt bij de uitreiking geen nieuwe geldmiddelen gevraagd, noch is het bonusaandeel een uitkering, die geschiedt ten laste van de uitkeerbare winst, die aan de aandeelhouders toekomt. Het is iets extra's, iets uitzonderlijks, waarvoor een bijzondere reden moet bestaan. „Bonusaandelen (aldus Fahrenfort) worden soms uitgegeven door maatschappijen, die het nominale bedrag van het aandelenkapitaal meer in overeenstemming willen brengen met het vermogen Door uitgifte van bonusaandelen, die gratis aan aandeelhouders worden uitgereikt, profiteren aandeelhouders onmiddellijk van die gunstige positie (Reserves en afschrijvingen), zonder dat er een uitkering in geld uit de reserves behoeft plaats te vinden”².

Bonusaandelen worden dus gefinancierd uit de reserves. Reserves worden omgezet in aandelenkapitaal, zodat zij vroeg of laat niet aan aandeelhouders in contanten kunnen worden uitgekeerd, maar waardoor bovendien het uitstaande nominale aandelenkapitaal wordt verhoogd. Voor de n.v. betekent dit de verhoging van de minimumgrens, waaronder haar vermogen onder geen omstandigheid zou mogen dalen, overeenkomstig de functie, die in § I van Hoofdstuk II aan het uitstaande aandelenkapitaal van de n.v. is toegekend. Voor de aandeelhouders be-

bonus en dergelijke rechten, behorende tot aandelen in naamloze vennootschappen, het karakter van kapitaal of burgerlijke vrucht?” 's-Gravenhage 1920, blz. 15 en 16.

¹ A. B. A. van Ketel, Bonusaandeel, in *Bedrijfseconomische Encyclopaedie*, Deel II, blz. 48.

² Jac. Fahrenfort, Bonusaandelen, in *Bedrijfseconomische Encyclopaedie*, Deel I, blz. 89.

tekent de uitkering van bonusaandelen, dat zij naar verwachting van de leiding der n.v. erop kunnen rekenen, dat de n.v. blijvend een grotere omvang heeft aangenomen. De groei van het vermogen, die door de gevoerde reserveringspolitiek is bereikt, is geconsolideerd door de uitgifte van bonusaandelen ¹.

§ 2 BONUSAANDEEL EN WINSTVERDELING

Economische betekenis van het bonusaandeel

Het is een veel verbreide mening, dat bij de uitkering van bonusaandelen er in feite niets zou veranderen. Immers, zo zegt men, aan het vermogen van de n.v. wordt niets toegevoegd en er wordt niets van uitgekeerd. Aan de aandeelhouders wordt alleen pro rata hun belang nieuwe aandelen uitgekeerd, waardoor evenmin hun onderlinge belangenverhouding bij de n.v. verandert. Het maakt voor hen geen verschil, of zij bij een onveranderd vermogen door uitkering van een bonusaandeel voor ieder uitstaand aandeel het dubbele aantal aandelen zouden bezitten, want ieder aandeel vertegenwoordigt na de bonusuitkering maar de helft van het deel van het vermogen, dat het voor de verdubbeling van het aandelen aantal vertegenwoordigde. „Niemand wordt er rijker of armer van, en het heeft dus ook geen invloed op de vermogens of inkomens” ².

Deze veel in kranten en beursoverzichten verkondigde mening is toch wel al te formalistisch. Bij deze voorstelling van zaken wordt het economisch motief verwaarloosd en buiten beschouwing gelaten, terwijl toch het motief en de bedoeling aan deze handeling zin moeten geven. Vanzelfsprekend is — ceteris paribus — het vermogen van de n.v. op de dag voor de overboeking van open of stille reserves naar het uitstaande aandelenkapitaal gelijk aan dat op de dag na die overboeking. De vermogensstructuur wordt er niet door veranderd, evenmin als de onderlinge belangenverhouding tussen de aandeelhouders der n.v. er zonder meer door zal wijzigen. Toch wijst de reactie, die een dergelijke aankondiging ter beurze gewoonlijk oproept, erop, dat er iets is geschied. In het algemeen kan men de aankondiging van de uitkering van bonusaandelen als een voor aandeelhouders verheugend feit achten, dat normaliter een stijging van de beurskoers der aandelen ten gevolge zal hebben. Dit moet toch zijn reden hebben. Welnu, een dergelijke aankondiging is in feite die daad van de leiding der n.v., waaruit naar buiten aller-

¹ P. P. van Berkum, Herkapitalisatie, in Vijf en twintig jaren M.A.B., 1e deel, blz. 233.

² F. W. C. Blom, Ondernemingsbesparingen, risicodragend kapitaal en de omvang der bedrijvigheid, Leiden 1949, blz. 16.

duidelijkst blijkt, dat zij meent, dat het moment is gekomen, om tot financiële consolidatie van een bereikt vermogensniveau over te gaan. Wanneer men meent vertrouwen in de leiding van de n.v. te kunnen stellen, is dit de niet onbelangrijke conclusie, waartoe de bonusuitkering in aandelen aandelenhouders moet leiden. Deze daad houdt immers in, dat naar oordeel van de verantwoordelijke leiding het renderend vermogen van de n.v. in de toekomst niet zal dalen beneden het verhoogde aandelenkapitaal; het voor alle omstandigheden geldende minimumvermogen is verhoogd en dit houdt de constatering in, dat de onderneming blijvend groter is geworden. Zeer waarschijnlijk, ja zeker waren de aandeelhouders-beleggers reeds lang van oordeel dat de minimum-vermogensgrens hoger lag dan het uitstaande aandelenkapitaal; dit is dan wel in de beurskoers van de aandelen tot uiting gekomen. Maar de erkenning van dit feit door de leiding van de n.v. is toch minstens een stimulans voor de koers, als bevestiging van hetgeen men reeds vermoedde. Een uitkering van bonusaandelen heeft dus haar betekenis voor het vermogen van de n.v. en voor de beleggers-aandelenhouders; deze laatsten kunnen hun conclusies trekken uit deze daad van de leiding der n.v.

Wanneer op de aankondiging, dat een aandelenbonus zal worden verstrekt, de beurskoers reageert met een daling, dan zijn er beurstechische factoren aan het werk die sterker zijn, dan de op zichzelf gunstige factor voor de beurskoers van de tijding, dat binnenkort een gratis vergroting van het aandelenkapitaal mag worden verwacht. In de laatste jaren is het nogal eens voorgekomen, dat de aankondiging van een aandelenbonus een daling van de beurskoers ten gevolge had. Dit kan niet anders dan het gevolg zijn van een gebrek aan voor belegging beschikbare kapitaalmiddelen op de aandelenmarkt. Beleggers, die liquide middelen moeten maken, zullen bij het doen van de keuze wat van hun aandelenbelegging voor verkoop in aanmerking komt, het eerst denken aan de verkregen bonus. Als de vraag naar aandelen niet groot is, zal dit aanbod een koersdaling ten gevolge hebben.

Bonus en emissie

Hetzelfde feit deed zich ook voor bij de aankondiging van vele emissies van nieuwe aandelen, terwijl toch op zichzelf gezien de aanbieding van nieuwe aandelen om nieuw kapitaal voor een n.v. aan te trekken, ook getuigt van het vertrouwen, dat de leiding van de n.v. — al of niet terecht — in de toekomst stelt. Overigens bestaat er tussen de emissie van nieuwe aandelen en de afgifte van bonusaandelen ener n.v. een principieel verschil. In beide

gevallen kan de beurskoers op dezelfde wijze reageren en ontstaat er voor de n.v. een vergroting van het uitstaande aandelenkapitaal, maar verder gaat de gelijkheid ook niet. Bij de uitgifte van bonusaandelen is de kapitaalvergroting de uiting van een bereikt vergroot rendabel vermogen; de buffer, die in het renderend vermogen schuilt, en die in open of stille reserves is ondergebracht, kan gerust worden verminderd en voor een deel worden omgezet in aandelenkapitaal¹. Aan een deel van die buffer wordt de functie van aandelenkapitaal gegeven, waardoor de minimum rendementsgrens van het vermogen wordt verhoogd.

Bij een emissie van nieuwe aandelen ontvangt de n.v. nieuwe middelen, die nog in rendabel vermogen moeten worden omgezet. Wanneer de beurs bij een aandelenemissie reageert door een koersdaling voor het desbetreffende aandeel, kan dit behalve door markttechnische factoren, die de verhouding van vraag en aanbod van kapitaal ongunstig beïnvloeden, ook een uiting zijn van een minder sterk vertrouwen in de plannen van de leiding, dan deze zelf koestert. Men waardeert dan het nieuwe geld als nieuw vermogen van de n.v., dat nog rendabel moet worden, niet zo hoog als het oude vermogen. Het al of niet grote vertrouwen van de aandeelhouder-belegger is bij een emissie in principe ex ante gericht; het door de leiding van de n.v. geschatte rendement op het nieuwe vermogen moet nog bewezen worden.

Bij aankondiging van een aandelenbonus daarentegen is de beursreactie als uiting van vertrouwen in de leiding in principe ex post ingesteld. De omvang van het renderend vermogen moet immers reeds bereikt zijn alvorens tot de gratis verstrekking van aandelen kan worden overgegaan. Wanneer dit niet het geval mocht zijn, dan is de uitkering van bonusaandelen niet verantwoord.

Het moet dus wel een aperte uiting van wantrouwen in de leiding zijn, omdat men de bonusuitkering in aandelen als een duidelijk foutieve beleidsdaad beschouwt, als een koersdaling bij de aankondiging van een komende aandelenbonus niet kan worden verklaard uit de markttechnische situatie van vraag en aanbod op de aandelenmarkt.

Dividendverhogende invloed

Er is nog een tweede reden, waarom de aankondiging van een aandelenbonus wel iets te betekenen heeft voor de n.v. en voor de aandeelhouder-belegger. Het aandelenkapitaal heeft immers ook de functie van basis van verdeling der uitkeerbare winst,

¹ Vgl. P. P. van Berkum, Herkapitalisatie in Vijf en twintig jaren M.A.B., 1e deel, blz. 233.

zoals reeds in § 1 van Hoofdstuk II is uiteengezet. De uitkeerbare winst wordt verdeeld op grond van de in de statuten vastgestelde bepalingen, waarbij gewoonlijk aan aandeelhouders eerst een zeker percentage van het nominale kapitaal wordt toegewezen, alvorens aan andere deelgerechtigden uitkeringen worden gedaan. Dit is het *primaire dividend*, dat per aandeel een vast bedrag uitmaakt, onafhankelijk van de grootte van het aandelenkapitaal en het aantal aandelen, mits de te verdelen winst maar toereikend is. Het kan beschouwd worden als een soort rentevergoeding voor de oorspronkelijke kapitaalstorting¹. Laat de te verdelen winst dit toe, dan delen de aandeelhouders nog in de daarna resterende overwinst². De grootte van dit aandeel in de overwinst is afhankelijk van de grootte van de te verdelen winst.

Wanneer het uitstaande aandelenkapitaal vergroot wordt, is er voor de uitkering van het *primaire dividend* een groter bedrag vereist. Bij gelijkblijvende verdeelbare winst gaat de toename van het voor het *primaire dividend* benodigde bedrag ten koste van de deelgerechtigden in de overwinst. Aangezien de aandeelhouders hierin ook deelgerechtigd zijn, zal het voor hen beschikbare bedrag uit die overwinst eveneens dalen. Bovendien zal het over een nominaal groter aandelenkapitaal of over een groter aantal aandelen moeten worden verdeeld. Het na de aandelenbonusuitkering ter verdeling onder de aandeelhouders beschikbare dividendbedrag is dus de resultante van twee elkaar tegenwerkende invloeden: het bedrag voor het *primaire dividend* is groter geworden, maar dat uit de overwinst voortkomend, is kleiner. De som van deze twee zich in tegengestelde richting bewegende delen zal bij een aandelenbonusuitkering steeds in het voordeel van de gezamenlijke aandeelhouders zijn, want door de stijging van het *primaire dividendbedrag* resteert er minder voor de overige deelgerechtigden. Tevens wordt hun een zekere grotere preferentie op de verdeelbare winst gegeven, omdat het *primaire dividendbedrag* hierdoor vergroot. Bij een lagere verdeelbare winst leggen zij door de vergroting van dit *primaire dividendbedrag* op een verhoudingsgewijs groter deel van de winst beslag, dan zou zijn geschied vóór de uitkering van bonusaandelen.

Het inkomen der aandeelhouders-beleggers verandert dus wel bij een uitkering van bonusaandelen en — *ceteris paribus* — steeds in hun voordeel³. Dit is een tweede reden om een koers-

¹ J. F. C. van Bodegraven, *Winstverdeling bij Nederlandsche Naamlooze Vennootschappen*, Rotterdam 1951, blz. 75, 147, 157 en 220.

² De figuur van het preferente aandeel kan hierbij buiten beschouwing worden gelaten.

³ Het komt slechts zelden voor, dat de winstverdeling niet geschiedt volgens

stijging bij een aankondiging van een aandelenbonus van enige omvang als een normale reactie te beschouwen; na de bonusuitkering kan de aandeelhouder door de vermeerdering van zijn aandelen op een hoger inkomen rekenen, zelfs bij gelijkblijvende winst.

Omvang van deze invloed

De omvang van deze vergroting kan zeer uiteenlopen. Zij kan resulteren in een zo geringe vergroting van het niet verdeelbare restant winst, dat het te klein is om per aandeel in een afgerond percentage of bedrag uit te drukken, maar het kan ook aanmerkelijke vergroting van het inkomen opleveren. Hier volgt thans een berekening van de beïnvloedende factoren.

Wanneer men het onveranderd bedrag der te verdelen winst aanduidt als w ,

het primaire dividendbedrag vóór de herkapitalisatie als . p ,

het percentage, dat de aandeelhouders uit de overwinst krijgen, als o ,

het percentage, dat het aandelenkapitaal door uitkering toeneemt, als t ,

dan komt aan de aandeelhouders gezamenlijk vóór de bonusuitkering toe:

$$p + o(w - p) = p + ow - op \quad . \quad . \quad . \quad . \quad . \quad (1)$$

Na de herkapitalisatie komt volgens de winstverdeling uit hetzelfde winstbedrag aan de gezamenlijke aandeelhouders toe:

$$p + tp + o(w - p - tp) = p + tp + ow - op - otp \quad . \quad . \quad (2)$$

Wanneer men (1) van (2) aftrekt, dan verkrijgt men het bedrag, dat de aandeelhouders door de bonusuitkering bij de eerstvolgende winstuitkering gezamenlijk meer zullen ontvangen, mits de verdeelbare winst gelijk blijft, dat is:

$$tp - otp \quad . \quad . \quad . \quad . \quad . \quad . \quad (3)$$

Deze formule (3) houdt in, dat de toename van het dividendbedrag, dat aan de bonusuitkering ter verdeling onder de gezamenlijke aandeelhouders beschikbaar zal zijn, bestaat uit de toename van het primaire dividendbedrag, dat door de bonusuitkering ontstaat (tp), verminderd met het aandeelhouderspercentage uit de overwinst maal deze toename.

Wanneer het aantal aandelen vóór de uitkering van bonusaandelen is a ,
dan is dit aantal aandelen na herkapitalisatie . . . $a + ta$.

het systeem van het primair dividend. Bij de introductie ter beurse in April 1953 van de aandelen Mij. tot Wasverwerking is in de financiële pers eenstemmig de voor dit fonds geldende winstverdeling zonder primair dividend als verouderd, ongebruikelijk en voor aandeelhouders ongewenst geoordeeld.

Vóór de aandelenbonusuitkering verkreeg men op één aandeel $\frac{1}{a}$ van de aan de gezamenlijke aandeelhouders toekomende verdeelbare winst. Na de herkapitalisatie is bij een onveranderde verdeelbare winst het aandeel van de gezamenlijke aandeelhouders toegenomen, maar de houder van oorspronkelijk één aandeel verkrijgt van dit toegenomen bedrag $\frac{1+t}{a+ta} = \frac{1}{a}$ deel, dus een onveranderd aandeel in het voor de gezamenlijke aandeelhouders toegenomen bedrag. Per aandeel ontvangt men dan aan dividend:

$$\frac{1}{a} (tp - otp) \dots \dots \dots (4)$$

Stelt men het primaire dividendbedrag per aandeel op r , dan kan p in bovenstaande formule (4) vervangen worden door. $\dots \dots \dots ar$. Men verkrijgt dan:

$$\frac{1}{a} (tp - otp) = \frac{1}{a} (tar - otar) = tr - otr \dots \dots \dots (5)$$

De grootte van de aandelenbonus (t) heeft de volgende invloed op de toename van het dividend, dat aan de houder van een oorspronkelijk aandeel toekomt: Wanneer de bonusuitkering 100 % van het aandelenkapitaal bedraagt, dus wanneer het aantal aandelen of het nominale aandelenkapitaal verdubbelt, dan $t = 1$. Is de aandelenbonus minder dan 100 %, dan $t < 1$, maar zij kan nooit tot nihil dalen.

Het percentage, dat de gezamenlijke aandeelhouders uit de overwinst (o) verkrijgen, zal steeds minder dan 100 % zijn; het heeft immers geen zin om deze wijze van winstverdeling te kiezen, als er buiten de aandeelhouders geen andere deelgerechtigden zijn. De factor o is dus steeds kleiner dan 1.

Uit de formule (5) kan aldus het volgende worden gelezen: Bij de uitkering van een aandelenbonus zal de verhogende werking van het dividend des te sterker zijn, naar gelang het primaire dividend hoger is. Het is ook duidelijk, dat hoe groter de aandelenbonus is, des te groter zal ook de dividend-verhogende werking zijn. Daarentegen, hoe groter het deel in de overwinst is voor de aandeelhouders, des te geringer zal de toename van de aan de aandeelhouders toekomende winst zijn ¹.

¹ Wanneer de aandelenbonus bestaat in de verhoging van de nominale waarde per aandeel, dus zonder dat het aantal aandelen vermeerdert, dient in plaats van „aandeel” te worden gelezen „het oorspronkelijk nominale bedrag van het aandeel”.

De kans op dividendverhoging

Dient te worden verondersteld, dat de goede kansen op een hoger dividend voor de belegger-aandeelhouder zijn uitgeput met de geconstateerde betere technische positie, die hij bij een aandelenbonusuitkering bij de winstverdeling inneemt? Een bevestigend antwoord zou in strijd zijn met de verdedigde opvatting, dat een aandelenbonus een uiting is van de leiding, dat het zich zeker acht van een blijvende stijging van het renderend vermogen. Dit houdt immers ook in, dat zij meent blijvend te mogen rekenen op een hogere minimum-winst. Licht het dan niet voor de hand om te veronderstellen, dat na het ontvangen van de aandelenbonus de winstuitkeringen zich zullen aanpassen aan het vergrote kapitaal en dat dus ook de uitkeerbare winst wordt verhoogd?

Reeds het voor de tantiëmist, d.i. de leidinggevende groep van de n.v., nadelige gevolg van de aandelenbonus, ten gevolge van de meestal toegepaste winstverdelingstechniek met primair dividend en overwinst, waarin de tantiëmist delen, is een reden om te verwachten, dat de verdeelbare winst zal worden vergroot. Immers op deze wijze alleen kunnen — *ceteris paribus* — de tantiëmist hun inkomsten niet doen verminderen. Buchanan zegt dan ook, dat bij een aandelenbonus de positie der aandeelhouders is verbeterd door het niet ongegronde vertrouwen, dat het oude dividendpercentage ook over het vergrote aantal aandelen zal worden gehandhaafd¹.

Deze verwachting is niet onlogisch, althans zeker niet in die zin, dat volgens de in Nederland meestal gebruikelijke winstverdeling in principe wel verwacht kan worden, dat — *ceteris paribus* — de verdeelbare winst in dezelfde verhouding toeneemt als het aandelenkapitaal door de aandelenbonus is toegenomen en door de werking van het systeem van primair dividend voor de aandeelhouders extra voordelig werkt. Het ligt voor de hand, dat zelfs de leiding, die overigens de meest conservatieve verdelingspolitiek voert, maar meent ertoe over te moeten gaan, dat het uitstaand aandelenkapitaal, als uiting van het nominale renderend vermogen, verhoogd moet worden, ook van mening is, dat de uitkeerbare winst verhoogd kan worden. De berekening van het renderend vermogen berust immers op de winstver-

¹ N. S. Buchanan, *The Economics of Corporate Enterprise*, New York 1947, p. 254: More rational is the often not-unfounded belief that the old cash-dividend rate will be maintained on the now larger number of shares outstanding. In this instance the total cash dividends received by the stockholder will be larger than before and to this extent his position is improved. In dezelfde geest bij B. Graham and D. L. Dodd, *Security Analysis*, third ed., New York 1951, p. 450.

wachting, zodat de uitkering van een aandelenbonus het gevolg is van optimistische verwachtingen t.a.v. de toekomstige winsten.

§ 3 BONUSAANDEEL EN DIVIDENDPOLITIEK

Lager dividend na bonusaandeel

De voorgaande § geeft slechts één aspect weer van de gevolgen van de uitgifte van bonusaandelen, nl. die van de eenzijdig-theoretische verhouding tussen aandelenbonus en dividenduitkering. De hieruit getrokken conclusie, dat bij de uitkering van bonusaandelen voor aandeelhouders zonder meer gerekend kan worden op een hoger of minstens op een onveranderd dividendpercentage, komt echter niet altijd met de praktijk overeen. Het dividendpercentage is bij de eerstvolgende winstverdeling na een flinke bonusuitkering dikwijls lager dan vóór de ontvangst van de bonus. Verschillende schrijvers menen, dat dit zelfs de bedoeling van de uitgifte van bonusaandelen zou zijn, omdat een hoog dividendpercentage gemaskeerd zou moeten worden¹. Waarom men een hoger dividendpercentage zou moeten maskeren, wordt echter niet voldoende verantwoord.

Blom² ziet zelfs in de uitreiking van bonusaandelen een manoeuvre om tot vrijwillige dividendbeperking te komen. Hij gaat hierbij uit van de juridische constructie, volgens hetwelk reserves niet uitgekeerde en dus eventueel nog uit te keren winsten vertegenwoordigen. De aanwezigheid van grote reserves zou „de geneigdheid van aandeelhouders, om ook in de toekomst een deel van de winsten in de onderneming te laten”, verzwakken. En „ingeval, dat de vennootschap eens slechte jaarresultaten maakt, is de aanwezigheid van hoge reserves voor de leiding der vennootschap een bezwaar, wanneer zij de aandeelhouders wil overtuigen, dat het wenselijk is eens geen dividend uit te keren. Kortom, daar de dividendpolitiek in hoofdzaak neer komt op het tevreden houden van aandeelhouders, is de aanwezigheid van hoge zichtbare reserves zowel bij goede als bij slechte bedrijfsresultaten een aanleiding tot hogere dividenduitkering dan anders het geval zou zijn geweest.”

Bij deze opvatting moet men er wel van uitgaan, dat de aandeelhouders er werkelijk op bedacht zijn, om op de jaarvergade-

¹ O.a. P. J. A. Adriani, Iets over Bonusaandelen en Claims I in W.P.N.R. no. 4035 d.d. 22 Mei 1948; H. Burger, Claim en Bonus en de Inkomstenbelasting, Alphen aan de Rijn, 1950, blz. 13; A. L. F. Leverington, Bonusaandelen, Mededelingen no. 2, Mei 1951; F. W. Spaanderman, Problemen rond het Wetsontwerp Herkapitalisatie in M.A.B., 24 jrg. 1950, blz. 391.

² F. W. C. Blom, Herkapitalisatie in „De Naamloze Vennootschap”, October 1950, jrg. 28, no. 7, blz. 104.

ringen invloed uit te oefenen op de dividendpolitiek. In Hoofdstuk II, § 4, is juist betoogd, dat dit bij open n.n.v.v. in het algemeen niet het geval is. Wanneer er bij uitzondering gepoogd wordt invloed op de dividendpolitiek uit te oefenen, dan is dit, omdat in het desbetreffende boekjaar naar oordeel der opposanten teveel winst wordt ingehouden, maar niet omdat de reserves zo hoog waren opgelopen. Het is niet voor te stellen, dat de leiding van n.n.v.v., wier aandelen ter beurse hoog genoteerd staan wegens de vermoede of erkende hoge graad van zelf-financiering, ooit zou overgaan tot de uitkering van bonusaandelen, omdat zij beïnvloeding op haar dividendpolitiek vreest. Deze vrees is niet denkbaar bij de directies van maatschappijen als b.v. de Koninklijke Nederlandsche Petroleum Mij, de Rotterdamsche Droogdok Mij, de Algemene Norit Mij, bij de grote bankinstellingen, enz.

Blom laat na, om door voorbeelden aan te halen, zijn opvatting nader te motiveren. Deze opvatting is te weinig in overeenstemming met de economische realiteit en is teveel op de niet-reële juridische spelverhoudingen in de n.v. afgestemd. De redenen, waarom op een door een aandelenbonus vergroot aandelenkapitaal meermalen een lager dividendpercentage wordt uitgekeerd, moet in een andere richting worden gezocht.

Invloed der dividendpolitiek

Het inkomen, dat de belegger-aandeelhouder van zijn in nominale waarde toegenomen aandelenbezit in totaal trekt, stijgt effectief gewoonlijk wel, ook als het dividendpercentage over het vergrote kapitaal wordt verlaagd, wanneer dit bezit door een bonus is vermeerderd. Het stijgt echter lang niet altijd in die mate als zijn aandelenbezit in nominale waarde is vermeerderd. Toch zou uit de voorgaande § blijken, dat het dividend na een bonusuitkering eerder hoger behoort te zijn, zodat het inkomen verhoudingsgewijs meer moest stijgen dan het aandelenbezit is toegenomen. De oorzaak hiervan dient men te zoeken in de dividendpolitiek, die de leiding van de n.v. voert. Van Keep heeft in zijn studie over dit onderwerp ¹ uitvoerig uiteengezet, dat het voor verdeling beschikbare winstsaldo door twee hoofdmotieven wordt beïnvloed: de dividendegalisatie en de expansiefinanciering. Het streven naar dividendegalisatie, waarmee in het algemeen zowel het ondernemingsbelang als het aandeelhoudersbelang wordt bevorderd ², kan geacht worden de uitkering van een dividend van gelijke hoogte over het door een

¹ A. C. M. van Keep, *De Dividendpolitiek*, Leiden 1950; speciaal wordt verwezen naar pag. 35 t/m 60.

² *Ibid*, blz. 41.

aandelenbonus vergrote kapitaal niet tegen te werken. Het is immers een consequentie van het streven naar dividendegalisatie, dat het dividendpercentage onveranderd blijft.

Er is in het voorgaande onder Hoofdstuk II, § 3, onderscheid gemaakt tussen dividendegalisatie en dividendnivellering. In zekere zin is het laatste begrip stringenter dan het eerste, omdat het een dividendpolitiek veronderstelt, waarbij gestreefd wordt naar in feite een zo laag mogelijke dividenduitkering; het gaat uit van het dividendniveau, dat in perioden van malaise als uitkering aan de aandeelhouders nog verantwoord zou zijn. Bij een minder stringente politiek van dividendegalisatie is het denkbaar, dat in minder goede jaren het dividend uit de reserves moet worden aangevuld, om de reeks van onveranderde dividendhoogte niet te onderbreken. Bij een dividendnivellering kan dit in theorie niet voorkomen. Buiten beschouwing latend, of de onderscheiding tussen nivellering en egalisatie van dividend enige praktische betekenis heeft, is het wel duidelijk, dat bij een consequente politiek van dividendnivellering na de uitkering van bonusaandelen het dividendpercentage over het vergrote kapitaal niet verlaagd kan worden. Als uiting van de erkenning van het blijvend verhoogde rendement zal aan de aandelenbonusuitkering zich dan de verwachting van een blijvend gelijk dividendpercentage moeten paren. Bij een politiek van een minder stringente egalisatie van het dividend kan het regelmatige dividendpercentage hoger liggen dan onder de meest ongunstige situatie mogelijk was. Acht men het mogelijk de minimum rendementsgrens van het vermogen in de n.v. te verhogen, dan behoeft hieraan niet de opvatting parallel te lopen, dat het dividendpercentage over het vergrote kapitaal onveranderd moet blijven. Door een verlaging, die in feite per aandeelhouder toch nog meer inkomen kan opleveren, gaat de politiek van dividendegalisatie meer over naar die van dividendnivellering. Het dividendpercentage kan dan als meer zeker worden beschouwd.

De uitkering van een bonusaandeel behoeft als zodanig niet direct het gevolg te zijn van een politiek van dividendegalisatie; het is er in zekere zin wel het einde van. De leiding van de n.v. zal zich nl. opnieuw hebben te bezinnen, of het streven naar dividendegalisatie zal worden voortgezet, zowel in principe als wat de dividendhoogte betreft. Wordt tot voortzetting besloten, dan begint een nieuwe periode van dividendegalisatie. Het dividendniveau kan dan opnieuw worden vastgesteld op basis van een normale aanspraak op rendement over het vergrote aandelenkapitaal¹. Maar een zodanige beperking van de

¹ Vgl. P. P. van Berkum, Kapitaalvorming in de Onderneming, in *Economie*, 9e jrg. afl. 12 1943, blz. 14.

egalisatie van het dividend, zodat het bedrag ter verdeling onder de aandeelhouders onveranderd blijft en niet toeneemt, is na de uitkering van bonusaandelen niet wel mogelijk. De betekenis van de bonusuitkering zou dan geheel ondergraven zijn en zij had beter achterwege kunnen blijven.

Resultaat van zelffinanciering

Anders ligt de situatie, wanneer men de invloed van een eventuele expansiefinanciering in beschouwing neemt. Financiering van expansie door winstinhouding is hierbij een der methoden, maar deze methode is minder aan objectief gestelde grenzen gebonden, dan de financiering door het aantrekken van nieuwe eigen of vreemde middelen. Niet steeds geschiedt de investering van extra ingehouden winstmiddelen zodanig, dat zij een rendement oplevert, dat het beginsel der grensproductiviteit niet aantast en overeenkomt met de algemeen economische eisen ¹. De feitelijke scheiding, die bij de publieke n.v. tussen leiding en de belegger in aandelen aanwezig is ², geeft aan de leiding in de n.v. de mogelijkheid om de winstinhouding zodanig op te voeren, dat zij slechts beperkt wordt enerzijds door de grootte van de werkelijke winst en anderzijds door het rendement, dat de belegger-aandeelhouder, gezien de beurskoers, door de dividenduitkering meent te moeten maken.

Aangezien de beurskoers mede bepaald wordt door de hoogte van het dividend en het vertrouwen, dat men t.a.v. de regelmaat en hoogte van de toekomstige dividenduitkeringen heeft, is het vooral de dividendpolitiek van de leiding van de n.v., die de grens van de maximale winstinhouding vaststelt ³. Het verband tussen winstinhouding, met het doel expansiepolitiek te bedrijven, en de uitkering van bonusaandelen is hierin gelegen, dat een aandelenbonus als een sluitstuk kan worden beschouwd van een geslaagde politiek van zelffinanciering. Een blijvend hogere winstverwachting, waarvan een blijvend hoger renderend vermogen het resultaat is, kan ook ontstaan door andere oorzaken. Een blijvend lagere kostprijs, als gevolg van grotere efficiency, een verwachte blijvende voorsprong op de concurrentie, een vergroting van het rendement boven het normale door een geslaagde expansie met nieuwe middelen kunnen o.a. dit eveneens tot gevolg hebben. Maar een expansie, bereikt door zelffinanciering is wel één van de meest spectaculaire en meest gewaardeerde redenen, die aan een aandelenbonusuitkering ten grondslag kunnen liggen.

¹ Ibid, blz. 17 e.v.

² Zie Van Keep, t.a.p. blz. 52; zie ook hiervoor Hoofdstuk II, § 4.

³ Zie hiervoor § 2.

Het bonusaandeel is dan het resultaat van het geslaagde zelf-financieringsobject, de afsluiting van een zelffinancierings-periode, maar behoeft daarom nog niet het einde aan te kondigen van de zelffinancieringspolitiek van de leiding van de n.v. Continuïteit en winststreven blijven de richtlijnen, en nieuwe zelf-financieringsobjecten kunnen reeds op stapel staan, als ertoe wordt overgegaan om de aandeelhouder met een bonusaandeel te verblijden. Al wordt dan in principe erkend, dat er naar verwachting blijvend een groter winstbedrag voor verdeling beschikbaar zal zijn, toch wordt slechts ten dele voldaan aan die mogelijkheid. Deze voortgezette winstinhouding is er de oorzaak van, dat het dividend over het vergrote kapitaal niet op dezelfde voet gehandhaafd wordt, maar dat het lager komt te liggen, ook al zal het bedrag, dat aandeelhouders uitgekeerd krijgen, groter zijn dan vóór de bonusuitkering. De bonusuitkering is aldus een mijlpaal op het levenspad van de n.v., een aanduiding, dat een bepaald punt blijvend is bereikt, mede dank zij de gevolgde politiek van winstinhouding.

De aandelenbonusuitkering is op zich zelf een ex post-bevestiging van het bereikte kapitaalniveau, waarbij bovendien ex ante erkend wordt, dat er een hoger verdeelbaar winstsaldo zal zijn. Al zal een voortschrijdende politiek van winstinhouding belemmerend op de winstuitkering werken, zodat het dividendpercentage op het vergrote aandelenkapitaal lager kan zijn dan op het kleinere vóór de bonusuitkering, zonder invloed op de grootte der winstverdeling zal het niet zijn, wil de aandelenuitkering haar zin niet verliezen.

§ 4 MOTIEVEN VOOR UITKERING VAN DE AANDELENBONUS

Rechtvaardigheid bij winstverdeling

Het is moeilijk om de juiste beweegredenen te achterhalen, die de leiding van de n.v. kunnen doen besluiten om een aandelenbonus uit te keren. Niet alleen heeft zij dikwijls de neiging haar ware doeleinden te versluieren, maar bovendien belemmeren de fiscale opvattingen hier te lande over aandelenbonussen¹ de leiding van de n.v. om een vrije politiek dienaangaande te voeren. Wanneer de leiding van de n.v. aan haar aandeelhouders een aandelenbonus wil uitkeren om hen te doen delen in de vruchten van een jarenlang succesvol beleid, maar de fiscus neemt tegenover deze ontvangers van de bonus een dergelijk standpunt in, dat de bonus eerder als een last dan als een voordeel wordt gevoeld, dan zal er bij deze leiding niet veel animo

¹ Zie hierover bij § 5.

zijn, om bonusaandelen uit te keren. Motieven, berustend op rechtvaardigheidszin, zullen dan niet meer meetellen, want deze kunnen alleen betrekking hebben op de overweging, dat voorafgaande winstinhoudingen zijn geschied ten koste van de inkomsten der aandeelhouders. Wanneer echter de aandeelhouders een aandelenbonus niet op prijs stellen, zien zij er ook geen rechtvaardige vergoeding in voor gederfde winst, want het gaat uiteindelijk alleen om de verschaffing van geldelijk voordeel. Wanneer dit voordeel niet op prijs wordt gesteld, verliest het zijn betekenis en zijn bedoeling.

Het is een feit, hetgeen later nog wel zal worden aangetoond ¹, dat het gebruik van bonusaandelen hier te lande alleen enigszins betekenis heeft, als de overheid er toe overgaat de werking van de fiscale voorschriften dienaangaande tijdelijk te verzachten. De uitkering van bonusaandelen wordt dus belemmerd door de werking van de normale fiscale voorschriften. Eventuele redenen van ethische aard zijn niet krachtig en doorslaggevend genoeg, om de fiscale obstakels te overwinnen.

Geldontwaarding

De betrachting van rechtvaardigheid t.a.v. de grootte van het aandelenkapitaal krijgt als argument voor aandelenbonusuitkeringen een speciale betekenis, wanneer er een sterke geldontwaarding is opgetreden. Het oorspronkelijke nominale aandelenkapitaal kan tegenover het door de inflatoire prijsstijgingen sterk in geldswaarde gestegen vermogen van minder, zelfs van practisch geen betekenis worden. Tegenover de meest conservatieve waardering, echter in een sterk geïnflateerde munt uitgedrukt, kan het nominale aandelenkapitaal nog een sterke onderwaardering vertonen, ook al houdt men bij de waardering rekening met toekomstige deflatietendenzen. Het is dan zeer onwaarschijnlijk te achten, dat het nog onveranderde nominale aandelenkapitaal een redelijke norm kan bieden voor de uiterste waardegrens, waar beneden het vermogen bij een gezonde n.v. niet zal behoren te dalen; die grens is veel hoger komen liggen. Het nominale aandelenkapitaal heeft dan die functie niet meer, evenmin als een aandelenkapitaal, verdeeld in aandelen met een nominale waarde van \$ 1 en \$ 5, welke methode in de Verenigde Staten van Amerika gebruikelijk is ². Maar ook zijn functie als

¹ Zie Hoofdstuk V, § 2 en § 3.

² Aldaar is de lage nominale waarde van het aandelenkapitaal t.o.v. het vermogen van de corporation het gevolg van fiscale voorschriften. Door de mogelijkheid van aandelen zonder nominale waarde heeft deze zijn betekenis verloren. Zie Hoofdstuk II, § 1.

basis voor verdeling van de verdeelbare winst wordt door die geldontwaarding ontwricht.

De gezochte redelijke verhouding tussen aandeelhouders en tantiëmisten bij de verdeling der winst kan geheel zoek zijn, omdat vooral het primaire dividend door de muntontwaarding zijn betekenis verliest. Immers in een goed geleid bedrijf zal — afgezien van de hierna te noemen fiscale consequenties — de winst in geld uitgedrukt aanmerkelijk groter worden naar gelang de muntontwaarding voortschrijdt, ook indien schijnwinsten uit het overschot worden geëlimineerd, mits alle kostenstijgingen in de afzetprijzen konden worden verrekend.

In de theorie van de waardering van het vermogen van de n.v., die in Hoofdstuk II is ontwikkeld, is de muntontwaarding niet opgevat als een afzonderlijk probleem, dat speciale behandeling verdiende. Immers inflatie en deflatie en hun gevolgen behoren tot de elementen van het ondernemersrisico, dat de leiding van de n.v. in een juist prijzenbeleid en in de waarderings- en afschrijvings- en reserveringspolitiek dient op te vangen; dit beleid is begrepen in de „perfect foresight”, die de leiding der n.v. wordt geacht te bezitten.

Het zou van een al te hoog-theoretisch standpunt getuigen, om de kwestie hiermede als afgedaan te beschouwen, want in de praktijk ligt de situatie niet zo eenvoudig. De schommelingen in de waarde van het vermogen bij inflatie en deflatie vormen een belangrijk probleem, omdat de n.v. ze ondergaat en de leiding ze niet in de hand heeft. Bij een systeem, waarbij meerwaarde en waardeverminderingen in het vermogen, die door schommelingen in de koopkracht van het geld ontstaan, worden opgevangen in een vermogensregalisatie-rekening (ook reserve voor herwaardering of fonds voor waardecorrectie genoemd), komen ze wel tot uiting. Zij behoort het momentele vermogens-surplus weer te geven, voor zover dit door prijsstijgingen is ontstaan en dat niet als winst mag worden beschouwd. Dit momentele vermogens-surplus heeft een onbestemd karakter; het kan slechts tijdelijk zijn, mogelijk te groot of mogelijk te klein zijn. „In dit verband kan de vraag rijzen of de aldus getroffen financiële voorzieningen van voldoende omvang zijn om de onderneming door de inflationaire bedreigingen heen te loodsen”, zegt Van Berkum terecht¹. Er is dan ook alles voor te zeggen, om balans-aanpassing, in de zin van verhoging van het aandelenkapitaal uit de vermogensregalisatierekening of uit reserveringen, die dezelfde functie (behoorden te) vervullen, niet zonder meer toe te passen.

¹ P. P. van Berkum, Is Aanpassing der Balansen nodig? in *Economie*, Afl. 1, Oct. 1947, blz. 7.

Maar wat dient te geschieden, als na de inflatieperiode de prijsdalingen niet komen en het sterk verhoogde prijsniveau blijvend het normale prijsniveau is geworden? Wanneer inflatie is gevolgd door — of gepaard gaat met devaluatie van de landsmunt, zodat er voorgoed een lagere ruilverhouding tussen de landsmunt en de overige valuta is ontstaan, zal er na enige tijd toch wel een andere rentabiliteitswaardering in gedeprecieerde munt voor het functionele kapitaal ontstaan. Ook zal hierbij wel een ander standpunt moeten worden ingenomen ten aanzien van de vermogenswaarde in mogelijk slechte tijden. Die waarderingswijziging zal voor iedere onderneming kunnen verschillen en de leiding van iedere n.v. dient voor zichzelf de zekerheid te hebben, dat hiervoor weer een redelijke schattingsbasis aanwezig is.

In principe behoeft er in de grondslagen, waarop de waarderingsnormen van het functionele kapitaal dienen te berusten, bij sterke inflatie of devaluatie geen veranderingen te worden aangebracht, maar de omvangrijke wijzigingen in geldelijke waarderingsnormen, die dan optreden, maken de kansen op misrekeningen veel groter. Is de prijzenstabiliteit op een hoger niveau weer redelijk geworden en zal zij dit naar verwachting ook blijven, dan zijn er weer conclusies te trekken voor de rentabiliteitswaarde.

Na verloop van tijd zullen alle prijzen en waarderingsnormen min of meer aan de geldontwaarding zijn aangepast, eveneens die van de lonen en alle overige kosten en hopelijk ook de opbrengsten en winstuitkeringen. Alleen het uitstaande aandelenkapitaal is onveranderd gebleven. Vroeg of laat — bij voorkeur laat — zal toch de vraag moeten worden gesteld, of het aandelenkapitaal nog de functies vervult, die het nominale kapitaal eigen zijn. Het kan in zijn omvang uit de tijd zijn geraakt en zou misschien ook aan de veranderde, reeds constant geworden waarderingsmaatstaf moeten worden aangepast. Meent men, dat deze vraag niet van enige betekenis is, dan bevindt men zich eigenlijk in het kamp van de voorstanders van het aandeel zonder nominale waarde.

Er is echter nog een practisch en uiterst gewichtig argument tegen de verhoging van het nominale aandelenkapitaal gedurende een inflatie aanwezig in de fiscale waarderings- en afschrijvingsopvatting. De juridisch gegronde opvatting, dat iedere geldswaardevermeerdering vermogensvermeerdering is, schrijft voor, dat voor de vaststelling van de fiscale winst moet worden uitgegaan van een afschrijvingspolitiek, gebaseerd op de historische kostprijs. Al moge de fiscus zich dan ook genoodzaakt zien, verzachtingen toe te passen, waardoor het rigide standpunt ten dele wordt ondergraven, in feite zal de belasting geheven blijven worden over een bedrag, dat bedrijfseconomisch gezien de winst

verre kan overtreffen¹. Uiteraard gaat dit ten koste van de verdeelbare winst, omdat bij een goedgeleide n.v. de instandhouding van het vermogen niet mag worden aangetast. Het blijve buiten beschouwing, in hoeverre mede juist hierdoor al of niet een rechtvaardige verdeling van de nadelige gevolgen der muntontwaardering voor de gehele maatschappij wordt bereikt; hier wordt alleen het bedrijfseconomisch standpunt bezien.

De dikwijls zeer geringe verhoging van de uitdeelbare winst — het is evengoed mogelijk, dat men ten gevolge van de fiscale heffingen van een netto verlies moet spreken — kan de gevolgen van de muntontwaardering t.o.v. de nominale waarde van het aandelenkapitaal geheel versluieren². De rechtvaardige verdelingsbasis van de resterende verdeelbare winst, die dus in feite niet of ten dele aan de gedeflateerde geldswaarde is aangepast, wordt dan op het evenmin aangepaste en verhoudingsgewijs tot het vermogen veel kleinere aandelenkapitaal beter benaderd, dan het op een eventueel door bonusaandelen verhoogde aandelenkapitaal zou geschieden.

Aandeelhouders en tantiëmisten brengen dan gezamenlijk hun offers aan de fiscus³. Dat beide groepen deelgerechtigden deze offers brengen is redelijk, evenals dat bij een vergrote verdeelbare winst, ten gevolge van inflatie ontstaan, beide groepen gelijk hiervan profiteren en niet de tantiëmisten het leeuwendeel krijgen. Immers deze in ontwaard geld uitgedrukte

¹ Versnelde afschrijvingsmogelijkheden, overeenkomstig de Wetten Wijziging 1951 en 1953 van de Vennootschapsbelasting, geven aan de n.v. slechts uitstel van belastingbetaling. Het resultaat van versnelde fiscale afschrijving kan een verlichting van tijdelijke liquiditeitsmoeilijkheden geven, maar in feite op den duur geen noemenswaardige belastingverlaging, tenzij in de toekomst met verlies wordt gewerkt. De bij de wijzigingen van 1953 toegelaten aftrek van 4 % op nieuwe investeringen gedurende vijf boekjaren zijn concessies, die het principe van de afschrijving op basis van historische kostprijs der reeds gedane investeringen doorbreken, maar het overigens onaantast laten. Bij de fiscale waardering van goederenvoorraden kan door de wijzigingen van 1950 van het historische-kostprijs-standpunt worden afgeweken, zoals door arresten in 1953 is bevestigd. Een uitvoerige uiteenzetting van het fiscale systeem is hier niet op haar plaats; het dient hier slechts te worden signaleerd door de praktische consequenties, die het t.a.v. deze studie heeft.

² Zie over de verhouding van na-oorlogse dividenden en lonen het Advies inzake de Verlenging van de Dividendbeperking van de Sociaal-Economische Raad (publ. 1953 no. 8) blz. 13 e.v.

³ Het maakt nog een groot verschil, of bij de winstverdeling de bruto- of de netto methode wordt gevolgd. Bij de bruto-methode wordt het aandeel der tantiëmisten berekend vóór aftrek der belastingen; bij de netto-methode na aftrek van belastingverplichtingen. Zie hierover uitvoerig J. F. C. van Bodegraven, Winstverdeling bij Nederlandsche Naamloze Vennootschappen, Rotterdam 1951. Van Bodegraven is voorstander van de netto-methode.

winstvermeerdering is niet meer dan een vergoeding voor die ontwaarding, die alle deelgerechtigden hebben ondergaan. Wanneer de fiscus deze winstvermeerdering afroemt, is het redelijk, dat het aandelenkapitaal als basis voor de winstverdeling onveranderd blijft. Maar het aandelenkapitaal heeft hierbij zijn functie als aanduiders van de mogelijk onderste grens van het renderend vermogen verloren.

Wanneer de fiscus zijn standpunt strict zou handhaven, zou de volgende situatie ontstaan. Zolang voor de bepaling van de fiscale winst vermogensbestanddelen niet geheel op de lage historische kostprijs volgens de oude hoogwaardige munt zijn afgeschreven, heeft het nog geen zin, de grootte van het aandelenkapitaal te herzien, ook al is intussen de inflatie beteugeld. Wanneer uiteindelijk alle vermogensbestanddelen zijn vervangen door nieuwe aanschaffingen op basis van de nieuwe hogere kostprijs, zodat de fiscaal toegelaten hogere afschrijvingen de reëel-noodzakelijke benaderd hebben, zal de fiscale winstberekening meer gelijk worden aan de werkelijke winst. De belastingheffingen zullen dan lager worden en in redelijker verhouding tot de werkelijke winst komen te staan. De fiscus zal — *ceteris paribus* — niet meer dan zijn bedrijfseconomisch gezien toekomstige deel krijgen. Dan kan het moment gekomen zijn om het aandelenkapitaal te herzien, om dus de laagste grens vast te stellen, waarop redelijkerwijs het vermogen van de n.v. in slechte tijden niet zal dalen en om tevens een redelijke basis voor de in geld uitgedrukte hogere verdeelbare winst te verkrijgen. Wanneer de leiding van de n.v. op dit moment een herkapitalisatie doorvoert, kan het de aandeelhouders iets duidelijker worden, op welk toekomstig inkomen — *ceteris paribus* — zij kunnen rekenen.

Het ligt voor de hand te verwachten, dat er vóór dit tijdstip spanningen over de rechtvaardigheid van de winstverdeling kunnen optreden, vooral als door geregelde nieuwe aanschaffingen, die de historische kostprijs en de fiscale afschrijvingsquota verhogen, de werkelijke winst en fiscale winst meer tot elkaar komen. Eveneens, wanneer een nieuwe inflatiegolf zou komen opzetten of wanneer aan de muntontwaarding geen halt kan worden toegeroepen, zal de verhouding van vermogen en aandelenkapitaal zeer gecompliceerd kunnen worden, welk probleem de uiterste zorg zal eisen van de leiding van de n.v. De verhouding van de eis tot instandhouding van het vermogen, waarvan het „to be or not to be” van de n.v. afhangt, tot die van een redelijke beloning voor aandeelhouders en tantiëmistten zal zodanig ingewikkeld kunnen worden, dat de eis van het nominale aandelenkapitaal als basis van de laagste vermogensgrens

voor lange tijd buiten beschouwing moet blijven¹. Het is een tijdperk, dat in vele gevallen in zijn gevolgen voor vermogen, winst en aandelenkapitaal pas later geheel kan worden overzien, zodat een beleidzaam bestuur van de n.v. hierbij zeer voorzichtig zal handelen. Dikwijls zal blijken, dat de gedachte winst-inhoudingen niet meer dan noodzakelijke reserveringen waren en ook, dat reserveringen niet voldoende waren. Geen wonder, dat er in dergelijke perioden bij consciëntieus geleide n.n.v.v. weinig animo aanwezig is om bonusaandelen uit te keren. Een te klein aandelenkapitaal is een minder kwaad voor de n.v. dan aantasting van het vermogen door te hoge uitkeringen.

Balanswaarheid

Een motief van eveneens niet zuiver bedrijfseconomische aard voor aandelenbonusuitkeringen zou het streven naar balans-waarheid kunnen bieden, in zoverre nl. uit de balans de „achterstand” van de omvang van het aandelenkapitaal t.o.v. het vermogen in de n.v. zou blijken. Het ligt voor de hand, dat de leiding van de n.v. er zeker naar zal streven om de balansen ter beschikking te krijgen, die de waarheid weergeven, dat is haar eigen belang. Maar daarom behoeft zij nog niet genegen te zijn om deze waarheden alle te publiceren. De gereserveerde houding van de leiding der n.n.v.v. ten aanzien van publicaties over de financiële situatie en het streven naar winstinhouding zijn hiervan de bekende gevolgen.

Het is trouwens niet zo eenvoudig om in balansen de waarheid volledig te betrachten. Het hangt van het doel waarvoor de balans dient af, welke deelwaarheid men ermee wil achterhalen. De balans, die in de jaarverslagen wordt gepubliceerd, heeft vooral ten doel de verdeelbare winst aan te tonen en te motiveren; zij zal niet alles onthullen over de werkelijke winst. Daarnaast zou er een bedrijfseconomische winstbalans kunnen worden samengesteld, die de leiding niet zou publiceren. De z.g. interne balans heeft trouwens bij benadering de betekenis van deze winstbalans. Evenmin zal de fiscale balans, die op basis van de wettelijk-fiscale voorschriften omtrent waardering en afschrijving wordt opgesteld, voor publicatie in aanmerking komen. De balans, waaruit zou moeten blijken, of tot uitkering

¹ De veelverbreide opvatting, dat het nominale aandelenkapitaal geen bedrijfseconomische functie heeft, is opgekomen met en na de sterke muntontwaarding na de eerste wereldoorlog, dus na 1920. Ofschoon het in dergelijke omstandigheden wel begrijpelijk is, dat men tot die opvatting overhelt, kan zij niet als theoretische basis gelden. Zie Hoofdstuk II, § 1. Ook van Berkum in „Is Aanpassing der Balansen nodig?” (Economie Oct. 1947, blz. 5 e.v.) heeft in de spanning van het moment van sterke inflatie waarschijnlijk hierop geen nadruk willen leggen.

van bonusaandelen kan worden overgegaan, de vermogensbalans¹, dient te worden opgesteld volgens de waardering der vermogensbestanddelen, zoals die naar het inzicht van de leiding hun bijdrage tot het toekomstige rendement zullen leveren. Nog minder dan bij de overige balansens zal de leiding der n.v. genegen zijn deze balans, die haar meest geheime hoop en verwachtingen weergeeft, aan publicatie prijs te geven. Het is zelfs de vraag of een dergelijke vermogensbalans dikwijls zal worden opgesteld.

Geen noodzakelijkheid

Er zijn practisch geen beweegredenen te vinden, buiten het ondernemingsdoel gelegen, die de leiding der n.v. er toe zouden kunnen bewegen bonusaandelen uit te keren. Het feit, dat die vermogensomvang bereikt is, waarop tot de uitkering van bonusaandelen kan worden overgegaan, is niet genoeg om dit ook te verwezenlijken. Ook al is bij de vaststelling van het minimum rendabel vermogen alle voorzichtigheid in acht genomen, dan nog volgt hieruit nog niet zonder meer de noodzaak voor de n.v. om het aandelenkapitaal uit de reserves te verhogen. Er zal, rationeel gezien, een reden moeten zijn, waardoor het voor de n.v. wenselijk wordt, om hiertoe over te gaan. Deze reden behoeft niet direct aanwezig te zijn, zodat de situatie van onderkapitalisatie lang, ja tientallen jaren lang kan voortduren, mede belemmerd door de fiscale opvattingen over de aandelenbonus als belasting-object.

Evenmin is er daarom zonder meer een grondslag te vinden over de omvang van de aandelenbonus, welke hoogte hij moet hebben en hoe dikwijls hij zou kunnen worden uitgekeerd. Dit hangt geheel af van het inzicht van de leiding der n.v., in zoverre zij de aandelenbonus voor het ondernemingsdoel nuttig acht.

Het zullen gewoonlijk ook beweegredenen zijn, die buiten de politiek der winstverdeling zijn gelegen, die voeren tot de beslissing of het aandelenkapitaal uit de reserves zal moeten worden vergroot. Het resultaat is op zichzelf immers juist tegengesteld aan de politiek der winstinhouding, al behoeft dit resultaat door handhaving van deze politiek niet volledig tot uiting te komen. De vraag is thans, welke die motieven zijn; wat beweegt de leiding van de n.v. om tot dit vertoon van kapitaalcracht en winstvermogen over te gaan, in het belang van de n.v.?

Wanneer de leiding niet geheel en al overtuigd is van een blijvend hogere rentabiliteit, zal zij geen aandelenbonus mogen uit-

¹ Vgl. Tj. S. Visser, Wat betekent de Wet op de Herkapitalisatie 1951? Alphen aan de Rijn, 1951, blz. 7.

keren. Eenvoudige verhoging van het dividend is de meest geëigende politiek om aan te duiden, dat de winst in een bepaald jaar is meegevalen. Het motief om tot een aandelenbonusuitkering over te gaan, mag niet berusten op een toevallige wenselijkheid maar op een motief van blijvend karakter.

Vertoon van financiële kracht

De uitkering van bonusaandelen is een uiterlijk vertoon van financiële kracht en de redenen, om hiertoe over te gaan, aldus is in Hoofdstuk III aangetoond, zullen zijn gelegen in de wenselijkheid of noodzakelijkheid om deze kracht te uiten. Het zijn dan ook de financieel meest zelfgenoegzame ondernemingen, die meestal geen behoefte gevoelen om tot de uitkering van bonusaandelen over te gaan, omdat zij dit krachtvertoon niet van node hebben. Daarentegen kan de geneigdheid tot financieel krachtvertoon om tot uitkering van bonusaandelen over te gaan wel aanwezig zijn, als dit bedrijfseconomisch niet toelaatbaar is; dus wanneer de gestelde eisen t.a.v. onderkapitalisatie niet of niet in voldoende omvang aanwezig zijn. Het juiste beleid bepaalt hier het juiste gebruik.

De bonusuitkering is werkelijk een daad, die moet opvallen; zij is een voor de n.v. belangrijke beslissing, die klinkt als een klok en met grote gevolgen, die naar buiten als zodanig moeten blijken. Wanneer een aandelenbonusuitkering geschiedt om kracht en sterkte te tonen tegenover de zakenrelaties van de n.v., dan zal men hiervoor het moment kiezen, waarop het wenselijk wordt geacht om tegenover (eventuele toekomstige) leveranciers of cliënten dit te tonen, bv. bij het inbewerking nemen van nieuwe handelsgebieden of bij overname van andere ondernemingen. Een dergelijke bonusuitkering heeft een typisch commercieel doel. Zij zal daarom kunnen voorkomen bij n.n.v.v. die zich op handelsgebied bewegen, zoals import- en exportbedrijven, en bij financieringsinstituten, zoals banken e.d., waarbij de grootte van het aandelenkapitaal en van de open reserves een min of meer belangrijke garantiefunctie uitoefenen.

De uitkering van een bonusaandeel als vertoon van de financiële kracht en omvang van de n.v. zal, zoals reeds eerder is opgemerkt, ook kunnen geschieden, omdat men hierdoor de aantrekking van nieuwe kapitaalmiddelen wil voorbereiden. Wanneer de ondernemer of diens kring niet in staat is om aan de kapitaalbehoefte van de besloten n.v. te voldoen, moet zij worden opengebroken door niet direct belanghebbenden als aandeelhouder of geldschietster aan te trekken. Bij de besloten n.v. zal de neiging, om het aandelenkapitaal door bonusuitkering aan te passen aan het vermogen nog geringer zijn dan bij de

open n.v., omdat de eisen van de kapitaalmarkt geen rol spelen. Dit wordt anders, als de leiding zich genoodzaakt ziet, juist een beroep op de kapitaalmarkt te doen.

Voorbereiding van introductie ter beurze

Onbekendheid van de kapitaalmarkt met het nieuwe object voor kapitaaldeelname geeft gemakkelijk aanleiding tot kwaliteitsonderschatting, zodat men niet bereid zal zijn bij de introductie en emissie van nieuwe aandelen een zodanig hoge koers te betalen, die gezien de reële vermogenswaarde eigenlijk verantwoord zou zijn. Een introductie met emissie van een verhoudingsgewijs nieuw groot aandelenkapitaal kan bovendien moeilijkheden geven met de verhandeling van de claim. Immers het claimaanbod komt slechts van één zijde, nl. van de van oudsher geïnteresseerden. Is de kapitaalmarkt willig, dan is dit ten voordele van de oude aandeelhouders, maar bij geen enkele marktstemming is een dergelijke combinatie van introductie en een betrekkelijk grote emissie ten voordele van de n.v. De emissiekoers zal dan bij een emissie van een verhoudingsgewijs groot aantal aandelen laag moeten zijn om voldoende interesse te wekken, zodat de n.v. een groot offer aan gemist agio moet brengen¹. De claimwaarde, die de nieuwe aandeelhouders moeten betalen, komt aan de insiders ten goede.

Door uitkering van bonusaandelen aan de oude aandeelhouders is het in theorie inderdaad mogelijk, het aandelenkapitaal zodanig ten laste van de reserves te vergroten, dat de emissiekoers niet zo sterk behoeft af te wijken van de werkelijke waarde van de aandelen. Er ontstaat dan voor de n.v. geen al te groot agio-verlies. Bovendien kunnen deze insiders-aandeelhouders door vergroting van hun aantal aandelen tegen-

¹ J. C. Brezet betoogt in zijn openbare les: *De Huidige positie van het Aandeel als beleggingsobject*, Haarlem 1953, blz. 20 e.v., dat de emitterende onderneming door de creatie van de claim als het ware het gevraagde aandelenkapitaal van de beleggers kan afdwingen. De enige kwestie, die hierbij van belang is, is dat de aandelenkoers voldoende hoog is voor het slagen van een emissie tegen tenlaagste pari. Dit kan worden bereikt door een redelijke dividendpolitiek. De positie van de kapitaalvragende n.v. zou o.a. door dit proces op de emissiemarkt veel sterker zijn dan die van de aandeelhouders-beleggers.

Brezet vat deze marktsituatie wel eenzijdig-technisch op. Ongetwijfeld zal deze technische marktbeheersing der emitterende n.v. op een ongunstig tijdstip gepaard gaan met een groot offer van niet meer te bedingen agio. Dit „afdwingen” van een emissie in een tijd van gebrek aan aanbod van risicodragend kapitaal zal de n.v. dan ook alleen toepassen, als zij zelf zich in een dwangpositie bevindt en geen andere uitweg voor haar financieringsproblemen meer ziet dan een uitgifte van nieuwe aandelen tegen een verhoudingsgewijs lage emissiekoers.

over de toekomstige nieuwe aandeelhouders een sterkere positie blijven innemen; de kwestie van de machtspositie speelt hierbij ook een rol. Door de uitgifte van gratis aandelen wordt immers het aantal stemgerechtigde aandelen der insiders vergroot en dus hun positie tegenover de nieuwe aandeelhouders versterkt. De oude aandeelhouders zullen echter in de practijk deze bonus-uitkering niet gaarne ontvangen, want de opvattingen van de fiscus over bonusaandelen zullen van hen grote liquide middelen opeisen. Aangezien de insiders-aandeelhouders juist niet meer in staat waren de n.v. van nieuwe middelen te voorzien, zullen zij deze wijze van openmaking van hun n.v. niet prefereren.

De claimconstructie

Het is verschillende malen voorgekomen, dat het openmaken van een ondergekapitaliseerde familievennootschap toch is geschied door middel van een aandelenemissie zonder uitgifte van een aandelenbonus tot tevredenheid van alle partijen. Men maakte dan gebruik van dat emissiesysteem, waarbij het risico van de plaatsing der aandelen door een syndicaat of consortium werd overgenomen. Het syndicaat of consortium nam in deze gevallen niet alleen de aandelen over van de uitgevende n.v., maar was ook met de aandeelhouders overeengekomen, de claims tegen een bepaalde prijs over te nemen voor zover deze aandeelhouders der familie-n.v. niet van hun recht op inschrijving wilden of konden gebruik maken. Doordat deze insiders-aandeelhouders met de uit de claims te ontvangen gelden òf deelnamen in het syndicaat òf hiermede de storting op hun inschrijving voldeden, kregen zij desgewenst gelegenheid hun aandelenbezit te vermeerderen, zonder dat het hun nieuw geld kostte en zonder dat de fiscus er een belangrijk deel van opeiste. Bij een juiste keuze van verhoudingen tussen emissiekoers en claimwaarde, welke laatste immers niet het resultaat was van vraag en aanbod op de markt, maar van onderhandeling, kon aan de n.v. de meest redelijke vergroting van het aandelenkapitaal t.o.v. de te ontvangen nieuwe middelen en aan de insiders-aandeelhouders een zo groot mogelijke machtspositie, die zij met hun aandelen wensten te behouden, worden gegeven, zonder dat er aan de belasting gelden van de n.v. of van de insiders verloren gingen. Immers claims worden fiscaal als kapitaal-opbrengst beschouwd en zijn dus niet belastbaar bij de particulieren. Voor het syndicaat was het zaak, dat de bedongen emissiekoers en claimwaarde zodanig was gekozen, dat de koers, waartegen de nieuwe aandelen op de kapitaalmarkt werden geplaatst, aantrekkelijk genoeg bleef. Het kon deze aandelen plaatsen tegen een vaste koers bij inschrijving,

maar ook door introductie met verhandeling op de beurs. Aan de volgende introducties ter beurze, die tegen een vaste koers van inschrijving zijn geschied, is volgens het prospectus een emissie met voorkeursrecht voorafgegaan, waarvan de claims door een consortium werden overgenomen:

4 Sept. 1947:	N.V. Rubberfabriek Vredestein	f 850.000 aandelen à 172 %
24 Febr. 1948:	Albert Heyn N.V.	f 2.500.000 aandelen à 148 %
2 April 1948:	Leidsche Textielfabrieken	
	Gebrs. van Wijk & Co. N.V.	f 6.100.000 aandelen à 175 %
3 Mei 1948:	Diepenbroek & Reigers N.V.	f 1.143.000 aandelen à 138 %
8 Juni 1948:	N.V. Berghuizer Papierfabr.	
	v/h B. Cramer	f 1.200.000 aandelen à 168 %
21 Dec. 1948:	Blikemballagefabriek	
	Thomassen & Drijver N.V.	f 914.000 aandelen à 175 %
4 Juli 1949:	Van der Heem N.V.	f 2.500.000 aandelen à 145 %
7 Dec. 1949:	N.V. Rijnstaal v/h J. W. Oonk & Co.	f 3.000.000 aandelen à 143 %
20 Maart 1951:	N.V. Brouwerij d'Oranjeboom	f 2.385.000 cert. v. aandelen à 160 %
18 Febr. 1952:	Apeldoornse Nettenfabriek	
	Von Zeppelin & Co. N.V.	f 3.200.000 aandelen à 127 %
28 Maart 1952:	De Erven de Wed. J. van Nelle N.V.	f 2.000.000 aandelen à 110 %

Door een recent arrest van de Hoge Raad ¹ heeft deze wijze van opening ener besloten n.v. door middel van een claimconstructie een nieuwe fiscaal-rechtelijke basis verkregen, maar of hierdoor deze methode meer gebruikelijk zal worden, is te betwijfelen. Immers bij bovenstaande methode is de medewerking van een syndicaat vereist, dat de risico's van de plaatsing en van de claimwaarde op zich wil nemen. Het zal alleen zijn, wanneer de kapitaalmarkt zeer gunstig is of het object zeer aantrekkelijk, dat een syndicaat dit dubbele risico van overname van aandeel en claim aandurft. De toepassing van deze claimconstructie zal uitzondering blijven. Tussenvormen, zoals een garantie van een

¹ Arrest Hoge Raad d.d. 21 October 1953, rolno. 11489; zie Beslissingen in Belastingzaken 1953 no. 297. Het betreft een uitspraak inzake een geschil over de aanwezigheid van speculatiewinst, maar volgens E. Tekenbroek ontleent dit arrest niet het minst zijn betekenis aan de onzekerheid, die het t.o.v. een aanmerkelijk belang bezittende aandeelhouders heeft weggenomen. Hierbij zij opgemerkt, dat wanneer het fiscale aanmerkelijk belang der oude aandeelhouders na de emissie zou blijven bestaan, er bij verkoop der oude aandelen op een later tijdstip een hoger bedrag belastbaar voor de inkomstenbelasting zou ontstaan, dan er voor de emissie zou zijn, omdat de verkrijgingsprijs van de oude aandelen door de afgesplitste claimopbrengst lager is geworden. Bij aanschrijving van 26 Januari 1954, no. 147, B i B 1954, no. 80, heeft de staatssecretaris van Financiën aan de inspecteurs echter medegedeeld, dat bij een reële claimuitgifte de verkrijgingsprijs der oude aandelen als niet gewijzigd kan worden opgevat. Zie ook H. J. Hofstra in De Naamloze Vennootschap, Sept. 1954, blz. 98 e.v.

minimum beurskoers van de claim, zonder dat het syndicaat tevoren de claims overneemt, kunnen soms ook een oplossing bieden, maar men moet wel concluderen, dat de fiscale opvatting omtrent het bonusaandeel dikwijls een belemmering zal vormen, die het goede gebruik van de aandelenbonus voor het marktrijp maken van een ondergekapitaliseerde besloten n.v. belemmert. De overheid heeft zich ertoe genoopt geacht, om tijdelijk de zware fiscale barrière voor het bonusaandeel te verlichten. In hoeverre deze tijdelijke verlichting een goed gebruik van het bonusaandeel heeft kunnen bevorderen, zal later uitvoerig worden gezien ¹.

Bonus en emissie bij publieke n.v.

De uitkering van een aandelenbonus ter voorbereiding van een emissie van nieuwe aandelen bij een n.v., wier aandelen reeds een ruime markt en bezitsspreiding hebben, is evenmin aantrekkelijk door de reeds genoemde belasting als inkomen op de te ontvangen bonusaandelen. De n.v. zou door een belaste bonusuitkering juist bij diegenen, bij wie zij op de eerste plaats hoopt nieuwe aandelen onder te brengen, nl. bij haar oude aandeelhouders, de plaatsing bemoeilijken. Zij zal immers bij deze door de claim eerstgerechtigden op de nieuwe aandelen, die bovendien reeds getoond hebben, vertrouwen in de leiding van de n.v. te bezitten, de eventuele voor inschrijving beschikbare middelen zelf draineren en dus de plaatsing harer aandelen bemoeilijken.

Immers ook hier zal de aandelenbonus door de aandeelhouders niet als een onbeperkt voordeel worden opgevat, ondanks de verwachting van een hoger dividendinkomen in de toekomst, omdat het hun inkomstenbelasting over het lopende jaar zo sterk kan verhogen.

Een onderkapitalisatie bij een open n.v. kan evenals bij een besloten n.v. verhinderen, dat de n.v. een emissie-koers kan bedingen, die de werkelijke waarde van de nieuwe aandelen naderbij komt. De fiscale barrière zal echter normaliter de uitkering van een aandelenbonus uit de winstreserves verhinderen, waardoor het de n.v. mogelijk zou zijn deze emissiekoers dichter bij de werkelijke waarde per aandeel te brengen, en aldus de waarde van het vermogen van de n.v. relatief meer te handhaven.

§ 5 HET BONUSAANDEEL EN DE FISCUS

Reeds meermalen is in het voorgaande de belastingheffing het practische obstakel genoemd tegen de toepassing van het ge-

¹ Zie Hoofdstuk V, § 3.

bruik van bonusaandelen. Het is daardoor wel noodzakelijk geworden om in deze studie van economische aard de werking van deze fiscale opvatting nader te bezien.

„Vrijwel steeds wordt de belastbaarheid verdedigd met de z.g. fictie-theorie. De zaak wordt voorgesteld, alsof de n.v. de reserve *in geld* heeft uitgedeeld aan de aandeelhouders; deze storten het ontvangen geld terug ter verkrijging van aandelen. De uitkomst is verrassend: uitdelingsbelasting, omdat is uitgedeeld, registratierecht, omdat is gestort, inkomstenbelasting, omdat is ontvangen. Drie vliegen in één klap!” Aldus geeft Adriani¹ het hier te lande geldende fiscale beginsel t.a.v. bonusaandelen weer. Adriani is het met dit principe niet eens: „... de fictie-theorie, waarop onze wettelijke regeling steunt, is onhoudbaar.” En verder: „Wordt ... de fictie gebruikt voor de constructie, die niet steunt op wat in het maatschappelijke leven bestaat of gebeurt, dan voert de fictie op een dwaalspoor en moet de daarop gegronde belastingheffing veroordeeld worden. Dit nu geldt m.i. voor de fictie-leer omtrent de bonusaandelen. De n.v. wil de reserves vastleggen, wil ze onttrekken aan de beschikking van de algemene vergadering. Ze wil juist het tegendeel van uitdelen. De constructie, die er niettemin een uitdeling van maakt, gaat tegen het leven en de natuur der dingen in”².

Bedrijfseconomisch beschouwd is de belastbaarheid van de bonusuitkering als feit te aanvaarden, evenals het feit, dat de belastbaarheid op basis van deze fictie-theorie nog slechts in weinig landen wordt geaccepteerd, zoals uit Adriani's rechtsvergelijkend onderzoek is gebleken³. Aangezien het gebruik van het bonusaandeel in Nederland onderwerp van deze studie is, dienen deze feiten zonder meer erkend te worden en zijn alleen de gevolgen ervan van belang.

Uitdelingsbelasting en registratierecht

Bij de uitkering van bonusaandelen is uitdelingsbelasting door de n.v. verschuldigd. De belastbaarheid als uitdeling kan alleen betrekking hebben op die reserves, die in aandelenkapitaal worden omgezet, die nog niet door de molen van de vennootschapsbelasting zijn gegaan. Als regel wordt de vennootschapsbelasting ook geheven over de niet uitgekeerde fiscale winsten, ook al zullen deze bedragen bedrijfseconomisch gezien niet als winst kunnen worden aangemerkt. Er zijn bij wetswijzigingen

¹ P. J. A. Adriani, Iets over bonusaandelen en claims in Weekblad voor Privaatrecht, Notaris-Ambt en Registratie, no. 4037, 5 Juni 1948, blz. 190.

² Ibid, no. 4038, blz. 199.

³ Ibid, no. 4037, blz. 189 e.v. Slechts in Duitsland en Zwitserland wordt deze theorie nog geaccepteerd.

„tijdelijk” enige mogelijkheden ontstaan, waardoor een n.v. fiscaal gezien, reserves kon vormen, dus uit de in principe belastbare winst, maar waarover voorlopig, nl. zolang de reserves niet tot uitkering komen, geen belasting verschuldigd is¹. Wanneer deze reserves mochten worden omgezet in aandelenkapitaal, d.w.z. volgens de fictie-theorie worden „uitgedeeld”, zal er vennootschapsbelasting over betaald moeten worden. Deze uitdelingsbelasting is momenteel niet meer het grote obstakel tegen het gebruik van bonusaandelen.

Volgens artikel 46 en 47 van de Registratiewet 1917 moet bij storting der aandelen 2½ % registratierechten worden voldaan. Volgens de fictie-theorie worden bij de uitkering van bonusaandelen door de aandeelhouders de nieuwverkregen aandelen volgestort, dus is de n.v. registratierecht verschuldigd. Zoals alle belastingen, zal dit de leiding onaangenaam zijn, maar het tarief is niet onoverkomelijk, zodat een eventuele afschaffing van het registratierecht de uitkering van bonusaandelen zeker niet sterk zal bevorderen.

Inkomstenbelasting

De inkomstenbelasting, die de aandeelhouder verschuldigd is over zijn „uitkering”, die hij volgens de fictie-theorie bij de bonusuitreiking ontvangt, is het grote struikelblok. De wettekst is zeer ruim gesteld en volgens artikel 32 lid 1 Besluit I.B. is iedere uitkering in aandelen ten volle belastbaar². Normaliter wordt een dergelijke fiscale uitkering ook niet afzonderlijk belastbaar op de voet voor uitzonderlijke inkomsten volgens artikel 48 Besluit I.B. Een afzonderlijke wet, de Wet op de Herkapitalisatie 1951, heeft het geldende principe van de belastbaarheid van het bonusaandeel nog eens extra onderstreept door ter bevordering van het uitkeren van bonusaandelen tijdelijk deze uitkering „slechts” te belasten met een tarief van 20 %³. Een

¹ De fiscale reserves kunnen worden samengevat onder de Nieuwe Onbelaste Reserve. Zij kan zijn samengesteld uit onbelaste reserves, i/z. Wet Belastingherziening 1947, de reserve herwaardering oude activa, de reserve oorlogsschadevergoeding en 60 % van het saldo op 31 December 1949 van de herleide overgangsreserve. Vgl. H. J. M. Smeets en J. H. Meihuizen, Beknopte Belastinggids, Amsterdam, 9e druk, 3e aanvulling, blz. 155.

² Art. 32, lid 1, Besluit I.B. luidt als volgt: „Bij uitreiking van aandelen aan aandeelhouders zonder dat dezen de volle nominale waarde storten, wordt de nominale waarde als dividend beschouwd, voor zover niet blijkt, dat storting heeft plaatsgevonden of zal plaatsvinden. Bijschrijving op aandeelbewijzen wordt met uitreiking van zodanige bewijzen gelijk gesteld.” De fiscale opvatting t.a.v. bonusaandelen, toekomstend aan een bedrijfsvermogen, enz. wordt hier buiten beschouwing gelaten.

³ Zie hierover uitvoeriger Hoofdstuk V, § 3.

tijdelijke algehele vrijstelling zou men als een aantasting van het principe kunnen beschouwen, zeker wanneer, zoals is geschied bij de tijdelijke verlichting volgens de Wet op de Herkapitalisatie, deze zou worden verlengd. Ook al laat de wetgever, door een uitkering in contanten ter hoogte van de verschuldigde heffing onder het verlaagde tarief te doen vallen, in feite de n.v., die verlichte fiscale aderlating ondergaan, de handhaving van het principe wijst erop, dat de Nederlandse fiscus nog niet geïntimideerd is door de eenzaamheid, waarin hij zich bijna bevindt ¹ bij het standpunt van de fictie-theorie, noch door de critiek van vele belastingdeskundigen.

Een uitzondering op het rigide fiscale standpunt is de opvatting, die het Ministerie van Financiën bij aanschrijving d.d. 13 Maart 1954 no. 92 heeft ingenomen ten aanzien van bonusaandelen, die worden uitgereikt ten laste van een agioreserve. Het is de bevestiging van een onder de vroegere Wet Inkomstenbelasting in 1939 ingenomen standpunt, dat weinig praktische betekenis heeft gehad en onder de werking van het Besluit Inkomstenbelasting in de literatuur een twistpunt uitmaakte. Bij toepassing van deze uitzondering is het van belang, dat uit de fiscale balans duidelijk blijkt, dat het agio voor de uitgifte dezer bonusaandelen is gereserveerd en nog aanwezig is.

De toepassing van de z.g. agiobonus zal in § 4 van Hoofdstuk V nader worden gezien.

De aandeelhouder-belastingbetaler, die een bonusaandeel ontvangt, ziet in het algemeen zijn belastbaar privé-economisch inkomen vermeerderd met het nominale bedrag van de ontvangen bonusaandelen. Hij heeft echter in het belastingjaar geen werkelijke inkomsten op die aandelen ontvangen. Waarschijnlijk zal door de bonusuitkering de waarde van zijn bezit zijn gestegen, maar dan zal hij ook meer vermogensbelasting moeten betalen. Ook zal hij waarschijnlijk in de toekomst meer dividend, dus meer inkomen ontvangen, maar dat zal t.z.t. ook worden belast. Bovendien wordt thans zijn inkomen „fictief” verhoogd. Door het sterk progressieve tarief zal dit fictieve inkomen hem extra zwaar drukken. Wanneer hij in de gelegenheid zou zijn om te kiezen tussen het onveranderd laten van het aandelenkapitaal en dus deze extra belasting te besparen, en de bonusuitkering zal hij het rendement in de vorm van meer inkomen uit meer aandelenbezit op deze uiteraard gedwongen besparing zeer hoog moeten aanslaan, om met een bonusuitkering tevreden te zijn. Het zullen ook de aandeelhouders-beleggers zijn die als aandeelhouders-belastingbetalers het hoogste inkomen hebben, die het

¹ P. J. A. Adriani, *ibid*, no. 4037, blz. 190 e.v.

minst een bonusaandeel zullen prefereren. Belegging in aandelen wordt juist bij beleggers met vermogen en inkomen van enige omvang het meest aangetroffen.

Zoals uit het voorgaande is gebleken, zijn de redenen om tot uitkering van bonusaandelen over te gaan niet zeer dringend te achten. Er kunnen voor de n.v. enige voordelen schuilen in een bonusuitkering, maar haar bestaan is er niet mee gemoeid. Wanneer het het meest aantrekkelijk zou zijn om bonusaandelen uit te keren, nl. ter voorbereiding van een nieuwe emissie, benadeelt zij er haar aandeelhouders mee, die zij voor de emissie vriendelijk t.o.v. de n.v. moet stemmen. Zij zal hen dan bij voorkeur geen hoger aanslagbiljet gaan bezorgen.

Ook in alle andere gevallen, dat een n.v. tot een aandelenbonus wenst over te gaan, is het van belang, dat tegenover de te bereiken voordelen voor de n.v. de stemming van de grote aandeelhouders mede in de beschouwing wordt getrokken. Het is zeker niet te veel gezegd, dat de fiscale opvattingen hier te lande belemmeren, dat de aandelenbonus als financieringsfiguur de kans krijgt zich normaal te ontwikkelen. Het gebruik van het bonusaandeel is hier te lande steeds uitzonderlijk geweest. Des te belangrijker zullen voor de beoordeling van het gebruik van het bonusaandeel die perioden zijn, waarin de fiscus tijdelijk een milder standpunt innam.

V

HET BONUSAANDEEL IN DE PRACTIJK

§ 1 DE AANLOOPPERIODE

De invoering van de eerste wet, die het particuliere inkomen in zijn geheel belast, valt samen met een belangrijke periode van de industrialisatie van ons land. Een sterke uitbreiding van het industriële vermogen en van het inkomen uit industriële bron is in de jaren na 1914 opgetreden. Als de Wet op de Inkomstenbelasting van 19 December 1914 in het Staatsblad wordt opgenomen, is de eerste wereldoorlog nog slechts enkele maanden oud. Wanneer deze wet op 1 Mei 1915 in werking treedt, beginnen de economische gevolgen in de vorm van afdamming der importkanalen reeds merkbaar te worden en neemt de noodzaak tot industrialisatie van Nederland sterk toe. De aan de moderne industrie inhaerente grote kapitaalconcentraties werpen problemen op van grootte van vermogen en aandelenkapitaal, waarbij de geldontwaarding mede als oorlogsgevolg de waardering van vermogen en inkomen bemoeilijkt. Uitgifte van bonusaandelen wordt door deze ontwikkeling ook pas voor het eerst actueel, als de Wet op de Inkomstenbelasting 1914 enige jaren in werking is ¹.

Aangezien de Hoge Raad in 1917 besliste, dat uitreiking van aandelen ten laste van reserves geen inkomen inhield, vond de wetgever het noodzakelijk ook deze aangelegenheid bij de wet van 11 Januari 1918 (Staatsblad no. 5) nader te regelen. Aan art. 6 van de Wet I.B. 1914 werd een tweede en derde lid toegevoegd, dat inhield, dat uitreiking in- of bijstempeling van aandelen als belastbare winstuitkering werd beschouwd, als zij uit de winst van het lopende boekjaar of een der laatst verlopen vier boekjaren werd gedekt. Het was dan ook eenvoudig om met behulp van uitspraken van de Hoge Raad ² uitkeringen in aandelen steeds te doen geschieden ten laste van reserves, die ouder waren dan vier jaar, waardoor zij vrij van inkomstenbe-

¹ Vgl. Hoofdstuk I.

² Zie hierover uitvoerig J. H. R. Sinnighe Damsté, De Wet op de Inkomstenbelasting, 3e druk, Zwolle 1926, blz. 68, 69, 72 e.v.

lasting waren, ook al lag kennelijk de bedoeling voor, om de aandeelhouders te doen genieten van in de oorlogs- en na-oorlogsjaren gemaakte hoge geldwinsten, die door omzetting in aandelen toch in het bedrijf werden gehouden. Het is duidelijk, dat de wetgever van 1918 naar een compromis heeft gezocht om zowel uitkeringen in aandelen uit de jaarlijkse winst, die thans stockdividenden worden geheten, als winstuitkering te belasten, alsook om uitkeringen van bonusaandelen overeenkomstig de opvatting van de Hoge Raad te behandelen. Dit is mislukt; de tijd was er nog niet rijp voor, want de praktijk kende dit onderscheid nauwelijks. De „overmaat van voorzichtigheid”¹, om uitkeringen ten laste van de laatste vier boekjaren als winstuitkeringen te beschouwen en niet die van het laatste boekjaar alleen, stelde het onderscheid op losse schroeven. De reactie van de wetgever is geweest, dat in 1931 zonder meer iedere uitkering in aandelen tot winstuitkering werd verklaard en de „fictie-theorie” in alle kracht werd doorgevoerd. Toch ligt de grondslag van deze theorie in de wetswijziging van 1918, want sindsdien was in principe de uitkering van aandelen belastbaar verklaard; in 1931 werden alleen de mazen van het fiscale net aangetrokken.

Practisch werden dus tot 1931 bonusuitkeringen fiscaal straffeloos toegelaten. Men kan niet zeggen, dat er een onbescheiden gebruik is gemaakt van deze oogluikend toegelaten vrijheid. In de jaren 1916 tot en met 1930 telt men onder de officieel ter beurse genoteerde Nederlandse en Nederlands-Indische fondsen in totaal 29 gevallen, van een bonusuitkering². In 1916 opent de Stoomvaart-Mij „Hillegersberg” de rij met een aandelenbonus van 100 %. In de daarop volgende jaren komt het twee tot viermaal voor, dat een aandelenbonus wordt uitgekeerd, terwijl het jaar 1921 een uitgesproken hoogtepunt vormt in deze reeks met 9 bonusuitkeringen. In 1922 komt nog tweemaal het gebruik van een aandelenbonus voor; daarna duurt het tot 1926 eer dat weer bonusaandelen, en wel bij twee n.n.v.v., worden uitgekeerd. In 1919 en in 1930 wordt nog eenmaal van deze wijze van kapitaalverhoging gebruik gemaakt.

Van deze 29 gevallen is de aandelenbonus driemaal gebruikt naar aanleiding van een voorgenomen introductie der aandelen ter beurse, dus met de bedoeling om door kapitaalverwatering een lagere verhandelingskoers per aandeel te verkrijgen. In één geval is een dergelijke introductie een uitgesproken „faillure” geworden, nl. bij de Nederlandsche Mij voor Overzeehandel. Na de introductie in 1921, waaraan een aandelenbonusuitkering

¹ Sinnighe Damsté, *ibid.*, blz. 74.

² Hiervoor zijn geraadpleegd de uitgaven van Arnold Gilissen's Bank N.V. „Laagste en hoogste koersen”, 10e t/m 24e jaargang.

van $66\frac{2}{3}$ % vooraf ging, is op dit fonds geen dividend meer uitgekeerd.

Merkwaardig is het naar verhouding veelvuldig voorkomen van bonusaandelen bij tropische cultuurmaatschappijen in de jaren 1917 tot en met 1921; in 1926 zijn het vijf ondernemingen, die zich met de suiker-, rubber- of tabakcultuur bezighouden, die tot bonusuitkeringen van 50 en 100 % overgaan. Soms moest het volgende jaar reeds het dividend worden gepasseerd, zoals bij de Gayamsche Cultuur Mij en Tabak-Mij „Arendsburg”. Het wisselend dividendverloop in de twintiger jaren heeft reeds bewezen dat bij deze branches van het bonusaandeel een onverantwoord gebruik is gemaakt. Er zijn trouwens meer gevallen aan te wijzen, waaruit blijkt, dat men in die beginjaren nog geen juist inzicht bezat in de betekenis van het bonusaandeel. De uitkering van een bonus van 50 % in nota bene preferente aandelen door de Vereenigde Chemische Fabrieken is er een voorbeeld van, evenals de aandelenbonus van 25 % bij de Tabaks-industrie v/h Gebr. Philips in 1920, die gevolgd werd door een reeks van dividendloze jaren.

Daarentegen heeft de historie bewezen, dat bv. de aandelenbonus van 100 % op de gewone — en 20 % op de preferente aandelen bij Philips' Gloeilampenfabrieken in 1920 zeker verantwoord was ¹. Ook de merkwaardige uitkering van een winstbewijs per aandeel Petroleum Mij Moeara Enim is een bewijs van werkelijk plaatsgevonden groei geweest; de geregelde uitkering op het winstbewijs heeft de omvang van het dividend op de aandelen niet verlaagd.

Bonus in de vorm van bijschrijving op de aandelen kwam ook voor als correctie op een in vroegere jaren plaats gehad hebbende afstempeling.

Het is wel gebleken, dat in 1928 deze bijstempeling met 25 % bij Van Berkel's Patent te voorbarig is geweest, want in 1933 is het aandelenkapitaal weer met $37\frac{1}{2}$ % gereduceerd.

Merkwaardig is de bonusuitkering van de Javasche Bank over het boekjaar 1921/1922 van 100 % in aandelen tegen een koers van 200 % ². Het is het resultaat van een compromis tussen de regering en deze circulatiebank over de verdeling van de zeer grote inflatiewinsten, behaald op verkoop van dollarsaldi. Het is formeel dus geen bonus maar een stockdividend

¹ De kapitaal terugbetaling van f 250.— per aandeel, die in 1933 bij deze n.v. geschiedde door afstempeling van de aandelen van f 1.000 tot f 750 is geen direct gevolg van gebrek aan rentabiliteit, maar van een te grote liquiditeit in een periode van deflatie geweest. Zie ook § 4 van dit hoofdstuk.

² Zie hiervoor Van Oss' Effectenboek 1925, Deel I, blz. 205.

ten laste van de jaarwinst. Dit verklaart ook de koers van 200 %. Van de uitkeerbare winst, die voor het stockdividend beschikbaar werd gesteld, werd de helft als agio beschouwd, zodat het stockdividend in feite 50 % bedroeg. Hieruit blijkt wel, dat versterking van de reserves noodzakelijk werd geacht.

Consequentie der fiscale fictie-theorie

Wanneer in 1931 aandelenbonussen definitief als inkomen belastbaar zijn gesteld, duurt het tot 1938 eer dat er weer op een van de officieel genoteerde fondsen een aandelenbonus wordt uitgekeerd, nl. van 50 % in preferente aandelen op de aandelen Drukkerij De Spaarnestad. Dit is het gevolg van een statutair voorschrift, dat uitkering van het reservefonds in preferente aandelen eiste indien dit een bepaald peil had bereikt. Terecht is dit formele voorschrift, dat geen rekening hield met het feitelijke bedrijfsbeleid, later bij statutenwijziging afgeschaft. Op het eind van 1940 is het aandelenkapitaal der Nederlandsche Staalfabrieken v/h J. M. de Muinck Keizer met $33\frac{1}{3}$ % bijgestempeld, ter gedeeltelijk herstel van de afstempeling in 1937. Volgens een Bericht van de directie zou dit bonusaandeel voor de aandeelhouders vrij van inkomstenbelasting zijn geweest, omdat het bijgestempelde bedrag beschouwd werd als reeds gestort vóór de afstempeling. Fiscaal gezien gaat het gestorte aandelenkapitaal dus nooit verloren! Later noemt men het de negatieve fiscale overgangsreserve.

Met deze opvatting als storting uit voorafgaand verlies is de werking van de fiscale fictie-theorie voltooid te achten. Dat men tot deze consequentie is gekomen, bewijst tevens, dat men de fiscale opvatting over het bonusaandeel als inkomen als een belemmering is gaan voelen, anders had men niet naar deze uitweg gezocht.

Conjuncturele invloeden

Het is niet te bewijzen, dat wanneer de fiscus zich niet op het standpunt van de fictie-theorie had gesteld, er na 1931 meer gebruik zou zijn gemaakt van het bonusaandeel. Het geringe gebruik in fiscaalvrije jaren is een aanduiding van het tegendeel, temeer daar de bonusuitkeringen vooral geschieden in conjuncturele hausseperiodes. Te ver gaand optimisme verleidde toen dikwijls tot een naderhand niet verantwoord gebleken uitkering. De laagconjunctuur in de dertiger jaren werkte dus de optimistische mentaliteit, die het veelvuldig gebruik van bonusaandelen aanmoedigde, tegen. De toen heersende mentaliteit leidde soms zelfs tot te vergaande onderschatting der toekomstige winstcapaciteit van ondernemingen en daaraan gepaard gaande te

straffe reducties van het aandelenkapitaal. De financieel gereorganiseerde ondernemingen en ook die n.n.v.v., die de lage conjunctuurperiode zonder financiële kleerscheuren waren doorgekomen, bleken dikwijls sterk te zijn ondergekapitaliseerd, als vooral na de devaluatie van onze munt in 1936 ons land aan het internationaal economisch herstel kan deelnemen.

Dit zouden aanwijzingen kunnen zijn, dat de fiscale opvatting over het bonusaandeel de gezonde financiële opbouw van de n.v. zou kunnen belemmeren, maar vóór 1941 is daarover toch weinig vernomen. Men was nog onder de indruk van de gevolgen, die de deflatiepolitiek tot 1936 op de financiering van ondernemingen heeft gehad.

In 1941 besloot De Wit's Textielnijverheid tot een aandelenbonus van 150 % door bijstempeling op de aandelen, waardoor de afstempeling der aandelen van 60 % in 1933 weer ongedaan werd gemaakt. Gezien de expansiedrang van deze onderneming, die gevolgd is door emissies van aandelen, heeft deze bijstempeling gediend om uiting te geven aan de financiële kracht, die door de reorganisatie in 1933 onderschat werd.

§ 2 OVERHEIDSBEÏNVLOEDING — HERKAPITALISATIE 1941

Stimuleren of toelaten

Moet men van stimuleren spreken als de overheid tijdelijk een door haar geschapen tegenwerkende tendenz gedeeltelijk opheft? Bevordert de schutsluis bij het schutten de stroomsnelheid van het water? Neen, maar door het schutten wordt wel weer het normale waterpeil bereikt. Aldus is ook een gedeeltelijke en tijdelijke opheffing van belemmeringen geen stimuleren te achten, maar een wegwerken van mogelijk opgehoopte misstanden.

De leiding, die de overheid op het bedrijfsleven uitoefent, heeft zich ook uitgestrekt tot pogingen tot beïnvloeding der kapitalisatie van n.n.v.v., in die vorm, dat tot tweemaal toe tijdelijk de barrière, die de fiscale opvatting voor de uitkering van bonusaandelen heeft opgesteld, ten dele is opgeheven. Hetgeen de overheid hiermede doet, is haar op zichzelf tegenwerkende druk op de verhoging van het aandelenkapitaal uit de reserves te verminderen. Dat is geen stimuleren, maar een toelaten van noodzakelijk geachte correcties. Ondernemingen, die behoefte gevoelen om bonusaandelen uit te keren als sluitstuk van een geslaagde periode van zelffinanciering, krijgen hiertoe tijdelijk een kans. Wanneer men geen gebruik van deze tijdelijke vrijgevigheid van de overheid wenst te maken, kan de leiding van de n.v. het achterwege laten. Van een dwang tot herkapitalisatie is dus in het algemeen geen sprake, al zal nog

blijken, dat men gedurende de Duitse bezetting in bepaalde gevallen wel genoodzaakt was om tot herkapitalisatie over te gaan en al beschouwde de bezettende overheid toen herkapitalisatie passend in haar systeem.

De stimulering naar Duits voorbeeld van herkapitalisaties was in 1941 gekoppeld aan het Besluit Dividendbeperking. Van daar, dat de schrijvers uit die tijd, die de objectieve waarheid hoogachten, de doeleinden van de bevordering — dus niet slechts het toelaten — van herkapitalisatie zochten in die van de dividendbeperking. Als zodanig wezen zij op de fiscale strekking, gepaard gaande aan een streven om het „kapitaal” zo mogelijk zwaarder te belasten dan de „arbeid”¹. De hoge beurskoersen der aandelen gaven in de ogen van de bezetter blijk van een wantrouwen tegen het staatscrediet. Dividendbeperking zou dit zichtbaar wantrouwen moeten verbergen, omdat men hoopte, dat het een daling van het koersniveau van de aandelen ten gevolge zou hebben.

Daarentegen werd van den bezetter welwillende zijde het doel van de bevordering van herkapitalisatie bij open n.n.v.v. vooropgesteld. „De herkapitalisatie is als het eigenlijke doel der dividendbeperking te beschouwen”, staat in de meest uitvoerige Nederlandse commentaar geschreven, met verwijzing naar officieuze Duitse uitspraken². Alle bestaande fiscale belemmeringen werden tijdelijk opgeheven, al werden er nieuwe aan de vennootschap opgelegd. Omdat dit op zichzelf alleen geen stimulans was voor herkapitalisatie, zou dus het rigoreus ingrijpen in de vrije dividendpolitiek hebben moeten dienen om de leiding der n.n.v.v. te bewegen tot uitkering van bonusaandelen over te gaan.

In de dividendbeperking zou de eigenlijke stimulans gelegen hebben. Volgens de uitingen van de bezettende overheid was de onderkapitalisatie een soort uiting van wantrouwen tegen het leidinggevende vermogen van de staat. In de nationaal-socialistische staat zou het niet nodig zijn om stille reserves aan te houden; termen als volledige balanswaarheid en wegwerking van optisch bedrog maakten opgang. In een ander, uiteraard de bezetter welwillend gezind commentaar³ wordt betoogd, dat „door hand-

¹ Vgl. P. P. van Berkum, Herkapitalisatie, in Vijf en Twintig jaren M.A.B., 1e deel, overgenomen uit M.A.B. van September 1941; F. P. J. Bakx, Een Terugblik op de Herkapitalisatie, in Economie, 8e jrg. 1942/1943, blz. 117.

² Besluit op de Dividendbeperking 1941, Rebholz' Bankierskantoor, Amsterdam, z. j., blz. 15.

³ De Nederlandsche Volkshuishouding, Tijdschrift voor het Bedrijfsleven in het nieuwe Nederland. Hoofred. H. J. Von Brucken Fock, 5e jrg. 1942, no. 3 (Januari), blz. 39 en 40: Karakter der Herkapitalisatie.

having van het prijs- en dus van het kostenpeil de egalisering van de winst in de hand (wordt) gewerkt en dus voor conjunctuurtegenslagen, d.w.z. voor prijs- of kostenverhogingen niet behoefde te worden gevreesd. Daarom kan het beginsel der integrale winstuitkering ten volle gelden De juiste weg, om de financiering van installatie-uitbreiding of voorraaduitbreiding boven het normale niveau te bewerkstelligen, schijnt te liggen in een verwijzing naar de kapitaalmarkt, waar de betrokken ondernemingen haar kapitaalbehoeften behoren te dekken, liever dan uit reserves." Eenzelfde anti-zelffinancieringstemming spreekt uit Duitse artikelen, o.a. bij Malteur¹. Kalveram² is daarentegen iets gematigder; hij meent dat stille reserves bij de waardering van aanwezige grondstoffen, halffabricaten en producten zeker niet tot een herkapitalisatie mogen bijdragen en dat ook een onderwaardering der vaste activa nauwkeurig moet worden onderzocht, opdat in de toekomst een redelijk dividend mogelijk blijkt.

Earning-power-theorie

Nog sterker heeft alreeds in de bezettingstijd bij ons Van Berkum³ tegen overijlde herkapitalisatie gewaarschuwd. Zijn waarschuwing, dat men „in de vredessituatie alle zeilen (zou) moeten bijzetten om het dan aanwezige nominale kapitaal zijn normale peil van winstgevendheid en daarmee zijn realiteit te doen bewaren" heeft er ongetwijfeld toe bijgedragen, dat men zich meer bewust werd van de schijnwinsten en geflatteerde reserveringen, die de eerste jaren van de oorlog opleverden. Het zal de onwilligheid van de leiding der Nederlandse n.n.v.v. om in de Duitse herkapitalisatiefuij te lopen, hebben versterkt en het heeft althans een vergroting der na-oorlogse financieringsmoeilijkheden voorkomen. Het is zeer gevaarlijk om gedurende een inflatieperiode tot herkapitalisatie over te gaan. De inflatie dient eerst beteugeld te zijn, alvorens het aandelenkapitaal op de helling kan komen⁴.

Van Berkum onderscheidt in zijn analyse van de opvatting van de bezettende overheid over de herkapitalisatie in 1941 twee

¹ R. Malteur, Die Bilanz nach der Kapitalberichtigung gemäsz Dividendenabgabeverordnung, in: Leistungswirtschaft, Festschrift für Fr. Schmidt zum 60. Geburtstag, Berlin 1942, z. 235 u.f.

² W. Kalveram, Kapitalsberichtigung, gemäsz Dividendenabgabeverordnung, in: Leistungswirtschaft, Festschrift für Fr. Schmidt zum 60. Geburtstag, Berlin 1942, z. 222 u.f.

³ P. P. van Berkum, „Herkapitalisatie" in „Vijf en twintig jaar Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde", deel I, 1950, Purmerend, blz. 231 e.v. (overgenomen uit M.A.B. van September 1941).

⁴ Zie hierover Hoofdstuk IV, § 4.

waarderingsmaatstaven, die werden aangelegd. Een van die maatstaven knoopte aan bij de earning-power-theorie (die merkwaardig genoeg in het reeds genoemde Nederlandse commentaar¹ als „Amerikaans” wordt verworpen); de ander bij een theorie, die Van Berkum die van de substantiële vermogenswaarde noemt. Van Berkum toont duidelijk aan, dat de theorie van de earning-power, — waarbij de grootte van het kapitaal wordt gebaseerd op de met het aanwezige vermogen te behalen toekomstige uitkeerbare winst, die tegen een bepaalde rentevoet wordt gekapitaliseerd — in het Besluit Dividendbeperking 1941 is verwerkt. De gestelde eis van een laag maximum dividend kon immers worden ondervangen door dit niet uit te keren over het bestaande maar over een door herkapitalisatie vergroot kapitaal. Het bedrag aan uitgekeerde winst behoefde in principe niet te worden aangetast, mits het over een groter aandelenkapitaal werd uitgekeerd, waardoor dus het dividendpercentage werd verlaagd.

Als enig uitgangspunt noemt Van Berkum de earning-power-theorie een hachelijk procédé; door de wisselvalligheid der uitkeerbare toekomstige winsten wordt het kapitaal zelfs een onbepaalde grootheid. De kapitaalrekening zou voortdurend moeten worden bijgesteld, teneinde het kapitaal op rendementsbasis te houden en zodoende over- en onderkapitalisatie te voorkomen, tenzij men overgaat naar het Amerikaanse stelsel van het aandeel zonder nominale waarde. Er wordt een stabiliteit der winstwaarschijnlijkheid aangenomen die niet bestaat.

Substantiële vermogenswaarde

De tweede door Van Berkum geconstateerde maatstaf noemt hij die van de substantiële vermogenswaarde. Deze maatstaf zou inhouden, dat de in het Besluit Dividendbeperking 1941 toegelaten grens tot herkapitalisatie is beperkt door de omvang der open, stille en geheime boekhoudkundige reserves. De open reserves mochten tot 10 % van het aandelenkapitaal in aandelen worden omgezet; de stille reserves kunnen in dezelfde graad worden gebruikt na verkregen toestemming van de overheid, mits zij aantoonbaar waren in de z.g. fiscale balans². Op deze begrenzingsmaatstaf der herkapitalisatie uit Van Berkum zijn critiek. Deze boekhoudkundige open en geheime reserves zullen mogelijk in de toekomst der vredessituatie geflatteerd blijken te zijn, zodat wanneer deze voor vergroting van de om-

¹ Zie onder voetnoot 2, blz. 90.

² Aanvullingsbesluit Dividendbeperking 1941, art. 15.

vang van het nominale kapitaal worden gebruikt, er in de vredessituatie een toestand van overkapitalisatie kan ontstaan.

Het is wenselijk, dat op deze plaats hierop iets nader wordt ingegaan. De z.g. maatstaf der substantiële vermogenswaarde berust op historische waarderingen; op vroeger ingehouden geldbedragen. Voor zover deze reserves buiten de gang van het bedrijf zijn belegd, vervullen zij een echte reservefunctie; hun waarde ontlenen zij niet aan het bedrijfsverloop. Maar voor zover deze reserves wel in het bedrijfsvermogen in eigenlijke zin zijn opgenomen, is hun huidige en toekomstige waarde afhankelijk van de rentabiliteit van dit vermogen. Ook deze reserves hebben een earning power, wisselend met de netto rentabiliteit van het vermogen. Wil de overheid een maatstaf aanleggen, in hoeverre herkapitalisatie ten laste van de reserve mag geschieden, dan dient zij eerst te onderscheiden tussen de werkelijke functie en het gebruik van deze reserves. Aangenomen, dat de buiten de bedrijfsgang belegde reserves intact zullen blijven, dan is iedere beperking in het tot herkapitalisatie toelaten van de in de bedrijfsvoering opgenomen reserves niet meer dan een willekeurige schatting, die mogelijk voor de meerderheid der ondernemingen, die willen herkapitaliseren, goed kan uitvallen, maar evenzeer te laag als te hoog kan liggen. Neen, de overheid kan geen algemene grens voor de herkapitalisatie aangeven op basis van de historisch-substantiële waarde. De schatting van de toekomstige rendementswaarde is een typische ondernemingsdaad, die alleen afhankelijk kan zijn van het voorzichtige waarderingsbeleid van de leiding der n.v.

De grens tot hoever tot herkapitalisatie kan worden overgegaan, is gelegen in de gekapitaliseerde rentabiliteitswaarde van het vermogen in mogelijk te verwachten slechte tijden. Dit is de enige reële grens, die de maatstaf van de earning-power kan worden aangelegd. Deze schatting geeft een beter houvast dan een bepaald peil van reserves, in het verleden gevormd, maar waarvan de waarde in de toekomst onbekend is.

Het kapitaal behoeft daarvoor niet steeds wisselend te zijn naar gelang de financiële jaarresultaten, maar vertegenwoordigt het minimum-vermogen, dat het ooit verwachte minimale rendement van het kapitaal weergeeft. Dit wil natuurlijk niet zeggen, dat één te verwachten verliesjaar het gehele vermogen der n.v. waardeloos maakt. Het continuïteitsprincipe en de verdere rendementsverwachtingen in de toekomst verzetten zich hiertegen. Bovendien is één periode, waarin verlies optreedt, zeer willekeurig te kiezen. Wanneer bv. in een verliesgevend boekjaar de verslagperiode zou worden verlengd of ingekort,

kan mogelijk het gehele verliesgevende resultaat worden wegge-
werkt. Daarom bepaalt de toekomstige laagste rentabiliteit in
continuïteit gezien uiteindelijk de grens van de herkapitalisatie.
Voor de bepaling van deze intrinsieke rentabiliteitswaarde
kunnen historische gegevens, zoals open en stille reserves, een
hulpmiddel zijn, maar ook niet meer. Echter ook niet minder.
Het voorzichtig ondernemersoordeel moet in staat zijn om be-
wust op basis van louter historische gegevens over winst, reserves
en rentabiliteit te beoordelen, hoe groot de toekomstige rende-
mentswaarde van het vermogen van de n.v. minstens zal be-
dragen en aldus vast te stellen, hoe groot het aandelenkapitaal
der n.v. mag bedragen. Overheidsvoorschriften kunnen hierbij
moeilijk een grens aangeven, al ligt het voor de hand, dat er
na een herkapitalisatie steeds een stootblok, in de vorm van
reserves, aanwezig moet zijn gebleven. Maar de juiste omvang
hiervan kan alleen de ondernemer bepalen en voor zijn risico
nemen. De vaststelling van een minimumgrens der uiteraard
historische reserves, die niet voor herkapitalisatie in aanmerking
mogen komen, sluit het gevaar in, dat de leiding van de n.v.
deze juridisch toegelaten grens als economisch geoorloofd be-
schouwd. Dit was de diepste betekenis van Van Berkum's waar-
schuwing; er was geen samenhang tussen hetgeen juridisch en
economisch gezien geoorloofd was.

Herkapitalisatie wegens belastingbesparing

In bepaalde gevallen heeft het Besluit op de Dividendbeperking
1941 de desbetreffende n.n.v.v. wel gedwongen om tot herkapita-
lisatie over te gaan, nl. die n.n.v.v., die ten laste van het boek-
jaar 1940 een hoog dividend betaalbaar hadden gesteld. De
terugwerkende kracht van het besluit, dat 30 Augustus 1941 werd
afgekondigd, bracht deze n.n.v.v. in ongelegenheid, doordat zij
onder de exorbitante superdividendbelasting vielen. Volgens
Gaanderse¹ is dit wel de slechtste wijze van fiscale wetgeving
geweest tijdens de gehele bezetting. Wanneer het aandelenbezit
van de n.v. verspreid in anonieme handen is, hetgeen bij iedere
niet besloten n.v. het geval is, is het practisch ondoenlijk een
reeds genomen dividendbesluit na de betaalbaarstelling onge-
daan te maken, zodat herkapitalisatie soms de enige uitkomst
bleek, om de superdividendbelasting te ontgaan of te verminde-
ren, al was het resultaat, dat de hogere dividenduitkering werd
bestraft met een belasting op de herkapitalisatie en een winst-
belasting op de uitgekeerde reserves.

¹ T. C. Gaanderse, De Wet op de Herkapitalisatie 1950, in De Naamloze
Vennootschap, October 1950, 28e jrg., no. 7, blz. 101.

In bijgaand overzicht ¹ is getracht weer te geven, welke n.n.v.v., wier aandelen officieel ter beurse van Amsterdam genoteerd waren, in een herkapitalisatie een belastingbesparing zochten en welke n.n.v.v. een herkapitalisatie een fiscaal offer waard vonden.

Door de met terugwerkende kracht geheven superdividendbelasting over het dividend van het boekjaar 1940 (resp. 1940/1941) te stellen tegenover de heffingen, die de herkapitalisatie ten gevolge had, wordt in de laatste kolom het resultaat verkregen van de belastingrestitutie, resp. van de extra te betalen belasting als gevolg van de herkapitalisatie. Hierbij zij opgemerkt, dat de bedragen der te betalen $11\frac{1}{2}$ % gereduceerde winstbelasting over de gekapitaliseerde reserves in verreweg de meeste gevallen schattenderwijs moesten worden berekend. Opvallend is de geheimhouding, die men bij dit cijfer heeft betracht, terwijl het toch bekend was, dat deze belasting werd geheven en dat alleen agio-reserves en z.g. negatieve fiscale overgangsreserves, die bij de herkapitalisatie reeds aanwezig waren, hiervoor fiscaal-vrij konden worden besteed.

In zes van de tweeëndertig gevallen ² heeft herkapitalisatie aldus een aanmerkelijke besparing betekend, zodat men in deze gevallen kan zeggen, dat de bonusuitkering in aandelen door de fiscus is afgedwongen. In zeven gevallen was de besparing niet groot of heeft de herkapitalisatie geen extra zware middelen gevergd (van —f 25.000.— tot +f 25.000.—), zodat men kan zeggen, dat de herkapitalisatie wel niet werd afgedwongen, maar dat ze ook niets of weinig kostte; waarom zou men er dan ook geen gebruik van maken? Bij negentien herkapitalisaties had de leiding van de n.n.v.v. er geld voor over om tot herkapitalisatie te geraken. Men dient hierbij rekening te houden, dat door herkapitalisatie volgens het Besluit Dividendbeperking 1941 ook in latere jaren superdividendbelasting zou kunnen worden bespaard. Wilde men een redelijk dividend in de toekomst handhaven binnen de grenzen van het Besluit Dividendbeperking 1941, dan moest men wel tot herkapitalisatie overgaan. Deze

¹ Samengesteld uit gegevens, verzameld in Financieel Jaarboek voor 1942 en 1943 (47e en 48e jaargang) uitg. De Nederlandsche Financier-Dagelijksche Beurscourant, Amsterdam. Zie blz. 96 en 97.

² In de Economische en Sociale Kroniek der Oorlogsjaren 1940—1945 van het Centraal Bureau voor de Statistiek (Utrecht 1947) wordt op blz. 201 medegedeeld, dat vóór 1 Januari 1943 31 ondernemingen, waarvan de aandelen ter beurse genoteerd waren, van de mogelijkheid tot herkapitalisatie hadden gebruik gemaakt. Echter heeft nog de Handels-Vereeniging „Amsterdam”, gebruik makend van art. 14, lid 2 van het Aanvullingsbesluit Dividendbeperking 1941, door verlenging van de termijnen de beslissing tot herkapitalisatie tot 1947 uitgesteld.

	Dividend boekjaar		Bonus- uitkering
	1939 of 1939/40	1940 of 1940/41	
Amsterdamsche Ballast Mij	6 %	12 %	50 %
Dijkers & Co.	20 %	20 %	150 %
Van Gelder Zonen, pref. aand.	6.4 %	6.8 %	10 %
Gerofabriek	10 %	20 %	100 %
Heineken's Bierbrouwerij Mij.	8 %	9 %	25 %
Handelsverg. Amsterdam	20 %	12 ¹ / ₂ %	50 %
Hoek's Machine en Zuurstoffabriek.	15 %	15 %	100 %
Hollandia Kattenburg & Co. gew. aand.	8 %	8 %	33 ¹ / ₃ %
idem pref. aand.			12 ¹ / ₂ %
Hollandsche Beton Mij	10 %	15 %	50 %
Hollandsche Constructiewerkplaatsen	25 %	25 %	50 %
Hollandsche Draad en Kabelfabriek	7 ¹ / ₂ %	10 %	33 ¹ / ₃ %
Houthandel Jongeneel	12 %	12 %	20 %
Aanneming Mij De Kondor	25 %	16 %	50 %
Kon. Ned. Zoutindustrie	28 %	30 %	100 %
Mähler's Bank	7 %	0 %	60 %
Meelfabriek der Ned. Bakkerij	9 %	12 %	50 %
Ned. Edelmetaal Van Kempen, Begeer en Vos, gew. aand. A	0 %	0 %	100 %
Ned. Ford Automobielfabriek	20 %	8 %	66 ² / ₃ %
Ned. Gist en Spiritusfabriek	15 %	15 %	100 %
Nederl. Kabelfabriek	25 %	21 %	100 %
Ned. Staalfabr. de Muinck Keizer	8 %	10 %	25 %
Kunstzijde Spinnerij Nyma	9 %	11 %	10 %
P. van Reeuwijk's Woninginrichting	9 %	9 %	50 %
Rommenholler Koolzuur	22 %	22 %	150 %
Rotterdamsche Droogdok Mij	10 %	10 %	25 %
Drukkerij De Spaarnestad.	12 %	10 %	100 %
Handel Mij R. S. Stokvis & Zn.	7 %	12 %	25 %
Mach.fabr. Gebr. Stork & Co. gew. aand.	8 %	14 %	25 %
idem pref. aand.	7 ¹ / ₄ %	10 %	25 %
Tilburgsche Waterleiding Mij	16 %	14 %	50 %
Twentsch Centr. Station	8 ¹ / ₂ %	8 ¹ / ₂ %	40 %
Ver. Ned. Rubberfabrieken	8 %	16 %	33 ¹ / ₃ %
Wilton Feijenoord gew. en pref. aand.	10 %	10 %	33 ¹ / ₃ %
	en 5 %	en 5 %	

¹ de pref. aandelen werden in gew. aand. ongewisseld.

² op de oude aandelen A.

³ op de nieuwe aandelen B.

Maximaal dividend na herkap.	Oorspronk. superdivi- dendbelast.	Na herkapitalisatie			Besparing (—) of extra be- lasting (+)
		superdiv. belasting	herkap. belasting	winst- belasting	
4 %	300.000	37.500	125.000	66.899	— 70.601
8 %	168.000	15.000	135.000	103.500	+ 85.500
7 ¹ / ₂ %	945.000	886.000	67.500	77.625	+ 86.125
10 %	257.000	110.000	92.000	104.143	+ 49.143
7 %	825.000	75.000	300.000	345.000	— 105.000
18 %	5.200.000	550.000	2.000.000	856.023	— 1.793.977
9 %	180.000	7.000	100.000	115.000	+ 42.000
6 %	4.500	1.125	15.000	17.250	+ 28.875
7 ¹ / ₃ %	540.000	270.000	150.000	172.500	+ 52.500
22 %	184.000	154.000	30.000	—	— nihil
6 %	285.000	49.500	158.000	182.000	+ 104.500
10 %	120.000	72.000	20.000	23.000	— 5.000
16 ¹ / ₂ %	120.000	74.000	30.000	34.500	+ 18.500
14 %	960.000	720.000	200.000	230.000	+ 190.000
6 %	—	—	30.000	37.950	+ 67.950
6 %	480.000	30.000	200.000	230.000	— 20.000
4.8 % ²	—	—	69.180	79.557	+ 148.737
3.2 % ³	—	—	—	—	—
6 %	30.000	—	200.000	230.000	+ 400.000
7 ¹ / ₂ %	1.405.000	58.000	781.000	792.343	+ 226.343
12 ¹ / ₂ %	2.100.000	1.102.000	700.000	805.000	+ 507.000
6 %	199.000	21.000	84.000	—	— 94.000
8 %	446.500	349.800	45.000	51.750	— nihil
6 %	23.000	—	30.000	34.500	+ 41.500
8 ³ / ₄ %	361.000	98.875	169.500	194.925	+ 101.700
8 %	330.000	34.000	137.000	158.125	— 875
6 %	60.000	—	100.000	115.000	+ 155.000
5.6 %	649.000	365.000	135.000	—	— 149.000
8 %	480.000	390.000	75.000	—	— 99.250
7 ¹ / ₂ %	225.000	47.000	93.750	—	—
10 ¹ / ₂ %	176.000	82.000	55.000	63.250	+ 24.250
6 %	99.625	—	127.500	146.625	+ 74.500
8 %	420.000	336.000	70.000	69.008	+ 55.008
7 %	588.000	50.000	326.820	375.843	+ 164.663

uitkeringen van bonusaandelen zouden kunnen worden opgevat als uitingen van de verwachting van fraaie toekomstige dividenden.

Herstel van financiële reorganisatie

De herkapitalisatieregeling volgens het Besluit Dividendbeperking 1941 is in een aantal gevallen ook aangegrepen als een gelegenheid om de kapitalisatie van de n.v. te herstellen of te vereenvoudigen. Dit was de betekenis van de herkapitalisatie bij de pref. aand. Van Gelder Zonen, gewone en preferente aandelen Hollandia Fabrieken Kattenburg & Co,¹ aand. Hollandsche Constructie Werkplaatsen, aand. Mähler's Bank, gew. aand. Kon. Ned. Edelmetaal Van Kempen Begeer & Vos, aand. Nederl. Staalfabrieken v/h de Muinck Keizer, aand. R. S. Stokvis Handel Mij, gew. en pref. aand. Machinefabriek Gebr. Stork & Co en gew. aand. Dok- en Werfmij Wilton-Fijenoord. Bij verschillende van deze gevallen kan men spreken van een herstel van een te sterk doorgevoerde reorganisatie door afschrijving van het kapitaal. Het is duidelijk, dat er in deze gevallen negatieve fiscale overgangsreserves aanwezig waren, die de herkapitalisatiekosten drukten.

Het is niet na te gaan in hoeveel gevallen herkapitalisatie is toegepast volgens het Besluit Herkapitalisatie 1941. Van verschillende n.n.v.v., wier aandelen niet genoteerd zijn, is wel bekend, dat zij in die jaren tot herkapitalisatie zijn overgegaan. Ook blijkt uit prospectussen², die na de oorlog zijn verschenen, dat toen nog besloten n.n.v.v. geherkapitaliseerd hebben. Men kan in deze gevallen wel zeggen, dat aan de herkapitalisatie een marktrijp maken van de aandelen ten doel lag.

Voor zover het beschikbare materiaal het toelaat kan in het algemeen gezegd worden, dat het Besluit Dividendbeperking 1941 ondanks de roekeloze bedoelingen van de bezettende overheid niet geleid heeft tot excessen bij herkapitalisaties. De leiding der n.n.v.v. heeft met overleg gehandeld en in verreweg de meeste gevallen heeft de uitkering van bonusaandelen geen overdreven toepassing gevonden.

¹ Reeds over 1940 werd een bonus verstrekt van 40 % op de gewone aandelen en van 10 % op de preferente aandelen, in beide gevallen in preferente aandelen. Bij de herkapitalisatie volgens het Besluit Dividendbeperking 1941 zijn tevens de preferente aandelen in gewone aandelen omgezet.

² Dit blijkt uit de prospectussen d.d. 14 Juli van de Industriële Mij; d.d. 4 September 1947 van Rubberfabriek Vredestein; d.d. 8 Juni 1948 van Berghuizer Papierfabriek v/h B. Cramer en d.d. 11 Juli 1950 van Stoomspinnerij Twenthe. In de historie van de kapitalisatie der n.v. zijn de prospectussen dikwijls verre van volledig, zodat mogelijk in meer gevallen een herkapitalisatie volgens het Besluit Dividendbelasting 1941 aan de introductie ter beurse is voorafgegaan.

Verlaging van het primaire dividendpercentage

Wanneer men in 1942 bij ter beurse genoteerde aandelen tot herkapitalisatie overging, heeft men meestal ook gebruik gemaakt van een andere door de overheid toegelaten mogelijkheid tot beïnvloeding van de verhouding der aandeelhouders tot de n.v. Het Besluit op de Winstbelasting gaf in art. 46 aan de leiding ener n.v. reeds de mogelijkheid om zonder veel omslag in te grijpen in de winstverdeling. Practisch kon zij het primaire dividend, dat in de statuten is vastgelegd, zonder meer met maximaal 20 % verlagen. Deze bevoegdheid om de verhoudingen der deelgerechtigden in de winst te wijzigen is in art. 19 van het Invoeringsbesluit Vennootschapsbelasting verlengd tot 31 December 1942. De beslissing, om al of niet tot herkapitalisatie over te gaan en om al of niet het primaire dividend te verlagen, moest ongeveer tegelijkertijd worden genomen, zodat het niet onredelijk is, dat men in de praktijk beide met elkaar in verband bracht, ofschoon deze mogelijkheden onafhankelijk van elkaar en met verschillend doel door de overheid zijn geschapen. Nu de staat ten gevolge van het nieuw ingevoerde systeem in principe beoogde om de winst van de n.v. volledig te belasten, achtte zij zich mede-deelgerechtigde in de winst geworden. Hierdoor konden de oude verdelingsverhoudingen tussen de statutaire deelgerechtigden, de aandeelhouders en de tantiëmisten, worden scheefgetrokken. Om eindeloos „touwtrekken” bij het opstellen van een nieuwe winstverdeling te voorkomen, kreeg de leiding van de n.v. van de overheid het recht om dit zelf op te lossen, door het primaire dividend te mogen verlagen¹.

Zoals in § 2 van Hoofdstuk IV is aangetoond, geeft een herkapitalisatie zonder meer steeds een bevoordeling van de aandeelhouders in de winstverdeling t.a.v. de tantiëmisten. Daarom kon, mogelijk door de overheid niet bedoeld maar toch toegelaten, de gelegenheid om het primaire dividend te verlagen tevens worden gezien als een kans om de benadeling der tantiëmisten door herkapitalisatie ontstaan, op te heffen.

Deze gedachtengang zal dikwijls hebben meegespeeld bij de beslissing om naast een herkapitalisatie tevens tot verlaging van het primaire dividend over te gaan. Dat hiermede het effect van een aandelenbonus wordt voorbij gestreefd, is in het voorafgaande reeds aangetoond². De invloed van deze tegengestelde daad is zeer eenvoudig vast te stellen. Uit de formules, die in Hoofdstuk IV § 2 zijn opgesteld om de invloed van de bonus op het dividend per aandeel te berekenen, bleek, dat hoe groter het

¹ Ook bij statutenwijziging is dikwijls het primair dividend verlaagd naar verhouding tot de omvang van de aandelenbonus.

² Zie Hoofdstuk IV, § 3.

primaire dividendbedrag per aandeel is, des te sterker de invloed op de vergroting van het dividend is, die door de aandelenbonus ontstaat. De toename van het dividendbedrag per aandeel luidde volgens formule (5):

$$tr - otr,$$

waarbij t het percentage is, waarmede het aandelenkapitaal door de bonus toeneemt,

r het primair dividend per aandeel is en

o het percentage, dat de aandeelhouders uit de overwinst krijgen.

Door een verlaging van het primair dividend tot het toegelaten maximum van 20 % wordt die vergrotende invloed met $\frac{1}{5}$ verkleind en zal de toename van het dividendbedrag per aandeel slechts bedragen

$$\frac{4}{5} (tr - otr),$$

terwijl dan aan de overige winstgerechtigden het resterende $\frac{1}{5}$ deel van $(tr - otr)$ toekomt.

Ook hier geldt weer, dat hoe hoger het oorspronkelijke primaire dividendbedrag is, des te sterker is de vermindering van het dividend als er op het primair dividend een korting wordt toegepast.

§ 3 OVERHEIDSBEÏNVLOEDING — HERKAPITALISATIE 1951

Als op 1 Januari 1943 de mogelijkheid tot herkapitalisatie op basis van het Besluit op de Dividendbeperking 1941 is geëindigd, is de fiscale barrière tegen de aandelenbonus weer ten volle opgericht. Maar na de oorlog komt er al vrij spoedig oppositie tegen de werking van het fiscale standpunt t.o.v. de uitkering van bonusaandelen. In Mei 1947 betoogt Hofstra¹, dat de werkgelegenheid, de nationale productie en het welvaren van bepaalde n.n.v.v. wordt belemmerd doordat de belastingwetgeving t.a.v. herkapitalisatie het onmogelijk maakt, dat bonusaandelen worden uitgekeerd. Plaatsing van nieuwe aandelen ter beurze van n.n.v.v. tegen zeer hoge koersen is onmogelijk; plaatsing dezer aandelen tegen lage koersen geeft de nieuwe aandeelhouder een ongerechtvaardigd cadeau. Het middel om deze moeilijkheid op te lossen, aldus Hofstra, is de uitgifte van bonusaandelen, die in hun fiscale gevolgen een aderlating aan liquide middelen veroorzaken, zowel bij de oude aandeelhouders als bij de n.v. Hoe kan men op deze wijze met een aantrekkelijk pros-

¹ H. J. Hofstra, „Herkapitalisatie” in De Naamlooze Vennootschap, 25e jaargang no. 2, blz. 21.

pectus op de beurs verschijnen? Op deze critiek, meermalen geuit, reageert de Minister van Financiën op 2 December 1947 met mede te delen, dat hij bereid is te overwegen of er op dit punt niets aan te doen was, „teneinde het aantrekken van nieuw kapitaal, ook voor kleine ondernemingen te vergemakkelijken”¹.

Uiteindelijk was de Wet op de Herkapitalisatie 1951 hiervan het resultaat. Deze wet had een practisch financieringsdoel, gescheiden van de dividendbeperking, en is vrij van dubbelzinnige doeleinden en theorieën, die het Besluit op de Dividendbeperking 1941 aankleefden. In de Memorie van Toelichting op het oorspronkelijke wetsontwerp wordt ervan uitgegaan, dat het „bij een gestadige ontwikkeling van een onderneming voor de hand (ligt), dat van tijd tot tijd reserves in aandelen worden omgezet”. Dit kan niet anders inhouden, dan een erkenning van de redelijkheid ener politiek van zelffinanciering. De bovengenoemde critiek van Hofstra wordt in dit staatsstuk in feite geheel onderschreven, vooral voor de kleinere vennootschappen. De minister wil dus speciaal de opening van de nog besloten n.n.v.v. bevorderen. Echter tijdelijk, want de gegeven faciliteiten gelden slechts tot een bepaald tijdstip, onder handhaving van het fiscale principe van belastbaarheid van de aandelenbonus als inkomen. Het is opvallend, dat bij het contact tussen minister en Staten Generaal voortdurend de vergemakkelijking van de herkapitalisatie wenselijk en noodzakelijk wordt geacht uit praktische overwegingen. „Men kan nu eenmaal een emissie niet doen plaatsvinden tegen een koers van zegge bij voorbeeld 200 of 300 percent. Daarom is het nodig eerst een meer evenwichtige verhouding tussen nominaal kapitaal en reël vermogen tot stand te brengen”². Hiermede is wel de eerste bedoeling van de wetgever weergegeven.

„Reeds het simpele feit, dat de onderneming kan bogen op een groter geplaatst kapitaal, heeft betekenis voor haar crediet bij transacties in binnen- en buitenland. Uit een meer algemeen oogpunt verdient vermelding, dat een redelijke mate van overeenstemming tussen kapitaal en werkelijk vermogen een onjuiste indruk van de rentabiliteit voorkomt”. Deze aanhaling uit de Memorie van Toelichting wijst erop, dat de wetgever aan het nominale aandelenkapitaal van de n.v. wel een betekenis toekent. Door een verlichting van de fiscale eisen bij herkapitalisatie beoogt de wetgever mede, dat er bij de n.n.v.v. zal worden

¹ Zie T. C. Gaanderse, De Wet op de Herkapitalisatie 1950 in: De Naamloze Vennootschap, 28e jaargang, October 1950, blz. 101.

² De heer Lucas op 5 Juli 1951, Handelingen der Staten Generaal, zitting 1950/1951, Tweede Kamer, blz. 2276.

overgegaan tot het tonen van de meer werkelijke rentabiliteitsverhoudingen, zoals die in een groter aandelenkapitaal tot uitdrukking komen. Een herkapitalisatie zal de aantoonbare credietwaardigheid vergroten, ook voor het aantrekken van geldleningen. In een periode van schaarste aan risicodragend kapitaal acht men dit van belang. Dit is het tweede doel geweest, dat de wetgever voor ogen stond.

De wetgever heeft evenals in 1941 aan de mogelijkheid tot herkapitalisatie met fiscale tegemoetkoming een grens gesteld, welke grens weer is gezocht in wat Van Berkum de maatstaf der substantiële vermogenswaarde heeft genoemd^{1 2}. Het uitgangspunt voor het vaststellen van de grens der fiscale tegemoetkoming is de fiscale balans per 1 Januari 1951. Na de herkapitalisatie moeten de fiscaal-vrije reserves nog minstens 50 % van het vergrote aandelenkapitaal bedragen, afgezien van de reserves, waarop nog een fiscale claim rust³, die in het geheel buiten beschouwing moeten worden gelaten. Bedrijfseconomisch gezien zijn terecht de hieronder vallende bestemmingsreserves van de belastingfaciliteit uitgesloten; dit zijn immers geen reserves in de eigenlijke zin van ingehouden winst, maar dekkingen tegen aanwijsbare risico's. In de praktijk kunnen deze bestemmingsreserves wel zodanig zijn opgevoerd, dat zij hun bepaalde bestemming verre overtreffen, maar van deze beperking kan moeilijk de redelijkheid worden ontkend.

De overige reserves, die met een fiscale claim zijn belast, zijn die van de z.g. Nieuwe Onbelaste Reserve (N.O.R.), volgens art. 3 Wet Belastingherziening 1950. Bedrijfseconomisch gezien kunnen onder de N.O.R. verschillende elementen schuilen, die essentiële delen van het renderend vermogen ener n.v. uitmaken, zodat deze uitsluiting van de N.O.R. als zodanig als willekeurig moet worden betiteld⁴. Deze uitschakeling heeft ten gevolge, dat bij toepassing van de Wet op de Herkapitalisatie 1951 de n.v. geen vennootschapbelasting verschuldigd kan zijn, want de reserves, die bij uitkering daarvoor in aanmerking komen, zijn ervan uitgesloten. Als zodanig is in deze beperking een

¹ Zie hiervoor § 2.

² De heer Lieftinck, Minister van Financiën: „Het is toch zowel voor de ondernemingen als voor de fiscus van belang, dat er een zekere marge blijft bestaan. Het zou een ongewenste prikkel zijn, indien men de faciliteiten zo stelde, dat door het bedrijfsleven zelf een dergelijke marge, die tevens een veiligheidsmarge is, zou worden overschreden.” Handelingen der Staten Generaal, Zitting 1950/1951, Tweede Kamer, blz. 2283.

³ Zie hierover nader Tj. S. Visser, Wat betekent de Wet op de Herkapitalisatie 1951? Alphen aan de Rijn, 1951, blz. 6 e.v.

⁴ In de N.O.R. is tevens opgenomen de Herleide Overgangsreserve, ontstaan bij de invoering van de Vennootschapsbelasting 1941.

fiscale tegemoetkoming te zien, want zij sluit een fiscaal offer uit, althans zij laat de verschuldigdheid der belasting die in principe blijft bestaan, op de lange baan schuiven en laat deze thans niet toe.

Geen economische grondslag

De grens tot waaraan toe de fiscaal vrije reserves mochten worden benut, had geen economische grondslag. In het voorgaande¹ is reeds uiteengezet, dat de substantiële vermogensmaatstaf, die berust op historische balansgegevens, op zichzelf geen basis kan bieden voor een economisch verantwoorde begrenzing der grootte van het aandelenkapitaal. Zij dient steeds getoetst te worden aan het te schatten gewin-vermogen in de toekomst en wel in tijden van neergang. De door de wetgever vastgestelde grens van minstens 50 % aan fiscale reserves kan aan de buitenstaanders een behoorlijke „show” bieden, wanneer zij althans ook op de commerciële balans voorkomen. De verhouding tussen aandelenkapitaal en reserves is dan ogenschijnlijk redelijk te achten, maar zij kan geen enkele zekerheid geven of zij voldoende is, wanneer de leiding der n.v. zich alleen naar deze grens zou richten en schattingen over de toekomstige laagste rendementswaardering van het vermogen buiten beschouwing zou laten².

De fiscale verlichting, die de Wet op de Herkapitalisatie 1951 bood, had ten gevolge, dat opnieuw de bestaande barrière werd opgeheven. Formeel was het bestaande belastingstelsel niet aangetast en bleef de bonusuitkering als inkomen voor de aandeelhouder belastbaar, zij het dan tegen een speciaal tarief van maximaal 20 %. In feite echter betaalde de n.v. deze belasting, want het was aan de herkapitaliserende n.v. toegestaan om de aandelenbonus gepaard te doen gaan met een dividend ten bedrage van maximaal 25 % van het nominale bedrag van de bonus, welk dividend eveneens volgens het speciale tarief werd belast. Deze concessie hield daarom een uitnodiging aan de n.v. in om de belasting, die de aandeelhouder moest betalen, voor haar rekening te nemen, want het dividend ter hoogte van $\frac{1}{4}$ deel van de aandelenbonus is gelijk aan de belasting, die de aandeelhouder maximaal te betalen heeft. Practisch in alle gevallen heeft de herkapitaliserende n.v. aan deze elegant gestelde uit-

¹ Zie hiervoor § 2.

² Nadat op basis van de Wet Herkapitalisatie 1951 en door emissie het aandelenkapitaal sterk was verhoogd, en daarna de aandelen in 1952 ter beurse waren geïntroduceerd, waren insiders-aandeelhouders der *Apeldoornsche Nettenfabriek v.h. Von Zeppelin & Co. N.V.* reeds in 1954 gedwongen een pakket aandelen om niet aan de n.v. af te staan, ter vermindering van het uitstaande kapitaal.

nodiging voldaan¹. Hierdoor is aan het stelsel der wet geen geweld aangedaan. Als zodanig staat de herkapitalisatie 1951 in sterke tegenstelling tot die van 1941. Er was geen speciale heffing nodig; alleen op een bestaande belasting werd een reductie toegepast. Maar het bereikte effect is toch wel hetzelfde: niet de aandeelhouder, maar de n.v. betaalt de gereduceerde heffing, omdat de aandeelhouder-belastingbetaler bij voorschot de verplichting kon doorschuiven aan de n.v. Het registratierecht bij de uitgifte van aandelen verschuldigd, bleef normaal gehandhaafd.

Mede door de verlenging der wet tot 1 Juli 1954 is het moeilijk om reeds thans volledig het resultaat van de Wet op de Herkapitalisatie 1951 vast te stellen. Of zij veelvuldig is toegepast juist door die n.n.v.v., waarvoor zij meer speciaal in het leven is geroepen, nl. de besloten n.n.v.v., die moeilijk de publieke kapitaalmarkt kunnen bereiken, is alleen de fiscus bekend. Men zou het uit prospectussen bij publieke emissies kunnen opmaken, maar die zijn juist sinds het in werking treden van de wet betrekkelijk weinig verschenen. De Wet heeft dan ook reeds in de Staten Generaal de critiek ontmoet, dat zij te laat kwam: het goede tijdstip voor introductie en emissie van nieuwe aandelen ter beurse was voorlopig voorbij.

Tussen 1 Januari 1952 en 1 October 1954 zijn de aandelen der volgende ondernemingen ter beurse geïntroduceerd, nadat eerst een herkapitalisatie op basis van de Wet op de Herkapitalisatie had plaatsgevonden:

- 18 Februari 1952: Apeldoornsche Nettenfabriek v/h Von Zeppelin & Co N.V.
- 25 April 1952: N.V. Uitgevers-Maatschappij Elsevier
- 8 October 1952: N.V. Kemo Corsetfabriek
- 12 Januari 1953: Administratiekantoor Unitas N.V.
- 7 April 1953: N.V. Maatschappij voor Wasbewerking (Erdal)
- 27 October 1953: Proost & Brandt N.V.
- 22 Februari 1954: N.V. Gazelle Rijwielfabriek v/h Arentsen & Kölling
- 21 April 1954: Indola N.V.
- 12 Mei 1954: N.V. Machinefabriek Hensen
- 21 Mei 1954: Koninklijke Stoomweverij te Nijverdal N.V.
- 25 Mei 1954: N.V. Electrotechnische Mechanische Industrie
- 22 Juni 1954: Asselbergs' IJzerindustrie en Handelmaatschappij N.V.
- 30 Juli 1954: N.V. Amsterdamsche Likeurstokerij „t Lootsje" der Erven Lucas Bols

Op persoonlijke indrukken afgaande is de herkapitalisatie bij besloten n.n.v.v. meestal toegepast als een soort voorzorgs-

¹ De Beleggings-Mij „Industriebank" keerde in 1952 onder de werking van de Wet Herkapitalisatie 1951 een aandelenbonus van 300 % uit, zonder dat er een uitkering in contanten mee gepaard ging. De aandelen van deze n.v. zijn niet ter beurse genoteerd.

maatregel, in geval men later de beslotenheid eens zou willen opheffen. De momentele liquiditeitspositie liet de gereduceerde, maar toch aanmerkelijke fiscale aderlating dan wel toe. Daarentegen is in meer dan één geval niet tot een zeer gewenste herkapitalisatie overgegaan, omdat men niet bereid of niet in staat was om 20 % der kapitaalverhoging op het altaar van de fiscus te offeren. Plannen om tot herkapitalisatie van het aandelenkapitaal van b.v. 2 ton op bv. nominaal f 2 miljoen over te gaan — welke plannen wel binnen de realiteit lagen — konden door de hieraan verbonden heffing van f 450.000.— geen doorgang vinden. Of de heffing nu ten laste van de n.v. of van de aandeelhouders komt, maakt bij besloten n.n.v.v. met een nauwe financiële band tussen n.v. en haar aandeelhouders weinig verschil. Men krijgt de indruk dat bij de besloten n.n.v.v. juist voor de acute gevallen, waarbij de aanpassing van het aandelenkapitaal zeer gewenst was om op redelijke basis nieuwe middelen aan te trekken voor een definitieve financiering van expansie, de Wet Herkapitalisatie 1951 geen soulaas heeft kunnen bieden. Het aanwenden van minder gezonde financieringsmethoden is aldus niet voorkomen.

Onder de officieel ter beurse genoteerde aandelen heeft met gebruikmaking van de belastingfaciliteiten van de Wet op de Herkapitalisatie 1951 in 1951 3-maal, in 1952 21-maal, in 1953 2-maal en in 1954 tot 1 Juli 15-maal een bonusuitkering plaatsgevonden, variërend van 5 % tot $108\frac{1}{3}$ %¹.

Verkeerde toepassing

Het gebrek aan onderscheid tussen bonusaandeel en stockdividend, dat de fiscale wetgeving aankleeft, heeft bij de Wet op de Herkapitalisatie tot een economisch niet geheel juist gebruik van de aandelenbonus geleid. Zoals nog zal blijken, heeft de Wet op de Herkapitalisatie 1951 het gebruik van het stockdividend sterk bevorderd², maar er zijn ook enige gevallen te constateren, waarbij door de toepassing van de faciliteiten van de Wet op de Herkapitalisatie 1951 het normale dividend moest wijken voor de aandelenbonus. De wet rekende erop, dat de n.v. behalve de aandelenbonus een uitkering in contanten zou verrichten ter grootte van een vijfde van het nominale bedrag van de bonus. Dit is bij alle uitkeringen van bonusaandelen van ter beurse genoteerde fondsen geschied.

Daarnaast werd op de aandelen in dat jaar meestal tevens een normaal dividend uitgekeerd in contanten, soms zelfs nog eens gedeeltelijk in aandelen. In al deze gevallen heeft men de door

¹ Zie Bijlage I.

² Dikwijls waren deze fiscale bonussen stockdividenden; zie Hoofdstuk V, § 7.

de aandeelhouders verschuldigde belasting van maximaal 20 % van de bonus opgevat als een belasting, die de n.v. diende te betalen. De jaarlijkse dividenduitkering behoefde hieronder niet te lijden. Bij vijf n.n.v.v. heeft men een andere opvatting gehad. Onder de werking van de Wet op de Herkapitalisatie 1951 keerden in 1952 de n.n.v.v. Algemene Norit Mij $28\frac{4}{7}$ % in aandelen en $7\frac{1}{7}$ % in contanten, Hollandsche Melksuikerfabriek 20 % in aandelen en 5 % in contanten, Utrechtsche Asphaltfabriek 20 % in aandelen en 5 % in contanten en Carton en Papierfabriek v/h W. Scholten 50 % in aandelen en $12\frac{1}{2}$ % in contanten uit. Op dezelfde wijze keerde de N.V. Houthandel v/h Bontekoning & Aukes in 1954 $16\frac{2}{3}$ % in aandelen en $4\frac{1}{6}$ % in contanten uit. Men leidde de aandelenbonus door de winstverdeling, waardoor het formeel een winstuitkering ten laste van het boekjaar, dus een stockdividend werd. Maar als stockdividend zijn deze uitkeringen veel te hoog en verre boven de omvang van de dividenden in voorafgaande en volgende jaren. In feite zijn het dus aandelenbonussen.

Moet men het gedeelte in contanten van deze uitkeringen op basis van de Wet op de Herkapitalisatie 1951 als het jaardividend beschouwen? De aandeelhouders zullen het met deze opvatting niet eens zijn; zij ontvangen dan niets meer dan een voorschot om er belasting mee te betalen ¹. Van een winstuitkering in de vorm van een dividend kan daarom geen sprake zijn. De leiding dezer n.n.v.v. heeft in de uitkering van de aandelenbonus, die in de vorm van een stockdividend was gegoten, een aanleiding gevonden om het jaardividend te passeren ². De aandeelhouders, die rekenden op een inkomen uit het aandelenbezit werden wel gedwongen de bonus te verkopen. Het resultaat hiervan is natuurlijk hetzelfde als bij de waarschijnlijk veel voorkomende verkoop van stockdividenden. Men kan zeggen, dat hier de vorm van het stockdividend is gekozen om verkapt een bonusuitkering te bewerkstelligen, daarbij aanleiding gevend tot het misverstand, dat de verkoopopbrengst hiervan voor de aandeelhouders in haar geheel inkomen zou zijn. De fiscale opvatting van gelijkstelling van de aandelenbonus aan het stockdividend, die ook in de Wet op de Herkapitalisatie 1951 tot uiting komt, is de oorzaak van deze begripsverwarring. Omdat de aandelenbonussen van 20 à 50 % bij verkoop een verhoudingsgewijs veel

¹ Van dit dividend in contanten wordt de dividendbelasting ad 15 % over bonus en contanten afgehouden, d.i. $93\frac{3}{4}$ % van het contante dividend, zodat de aandeelhouders slechts zeer weinig contanten ontvangen.

² Bij de Algemene Norit Mij werd dan ook de aandeelhouders toekomstige winst eerst gebruikt voor versterking van de Dividendreserves, die daarna geheel werden bestemd voor omzetting in aandelen.

omvangrijkere particuliere vermogensintering doen ontstaan dan een stockdividend van 5 à $7\frac{1}{2}$ %, is deze behandeling van de aandelenbonus als verkapt stockdividend ¹ zeker een foutieve toepassing van deze figuur te noemen.

Onverwachte toepassingen

De Wet Herkapitalisatie 1951 heeft op verschillende wijzen een onverwachte toepassing gevonden. Het zijn niet alleen uitkeringen van bonusaandelen geweest, die zij ten gevolge heeft gehad. Haar toepassing bij de uitkering van stockdividenden zal in het volgend hoofdstuk ter sprake komen. Er is verder in de literatuur op gewezen, dat de Wet Herkapitalisatie nuttige diensten kan bewijzen bij liquidatie van n.n.v.v. ², nl. bij het pogen om fiscale aanspraken, die bij fusies, samengaan met opheffing van de oude n.v. ontstaan, te verlagen. In hoeverre de wet hiertoe heeft gediend, is niet bekend.

Een onverwachte toepassing van de Wet Herkapitalisatie 1951 is vooral geweest, dat zij heeft kunnen dienen om de structuur van de kapitalisatie en de winstverdeling te vereenvoudigen. Het bestaan van speciale winstaanspraken, hetzij als een preferentie bij de winstuitkering, hetzij als een deling in de overwinst, geldt in Nederland veelal terecht als een niet al te zeer gewenste kapitaalstructuur. Er zijn ongetwijfeld voorbeelden aan te halen van een verantwoorde z.g. „high-gearing”-kapitaalstructuur ³, maar wanneer een dergelijke opbouw het resultaat is van een in vroeger jaren toegepaste financiële reorganisatie, is men geneigd, deze in latere goede jaren weer weg te werken. Een rem bij dit streven naar vereenvoudiging van de kapitaalstructuur was dikwijls weer de fiscale opvatting over winstuitkering en inkomen. Nu men in de Wet Herkapitalisatie 1951 een zeker niet door de wetgever vermoede kans zag, om van een lager en beperkt fiscaal tarief te profiteren, heeft men het niet nagelaten. Door ruil werd een vereenvoudigde kapitaalstructuur verkregen ⁴.

Preferenties door of ten gevolge van financiële reorganisaties ontstaan, zijn dikwijls van pregnante aard. De N.V. Heemaf had reeds meermalen omwisseling van haar bij de reorganisatie in 1925 gecreëerde preferente aandelen in gewone aandelen aangeboden. In 1940 en 1941 hield dit aanbod zonder meer afstand

¹ Vgl. Hoofdstuk VI, § 3.

² Tj. S. Visser, Wat betekent de Wet op de Herkapitalisatie 1951?, Alphen aan den Rijn 1951, blz. 40 e.v.; Wet op de Herkapitalisatie 1951, publicatie van De Twentsche Bank N.V., blz. 6.

³ Vgl. P. P. van Berkum, De Kapitalisatie van de Naamloze Vennootschap, in De Naamloze Vennootschap Febr./Maart 1953, no. 11/12, 30e jrg.

⁴ J. J. Canter Cremers, Herkapitalisatiekronkels, in De Naamloze Vennootschap, 30e jrg. (1952/53), blz. 114.

van het preferentierecht in, waarbij gespeculeerd werd op de aantrekkelijkheid van een meer courant bezit, dat de gewone aandelen boden. Volgens de winstverdeling zullen de houders van preferente aandelen steeds 1 % hoger dividend ontvangen dan de gewone aandelen, dus uit dien hoofde was de omwisseling niet aantrekkelijk. Er resteerde van de oorspronkelijk nominaal f 2.575.000.— preferente aandelen na dit aanbod nog nominaal f 490.500.— preferente aandelen. In 1952 is met behulp van de Wet Herkapitalisatie 1951 aan houders dezer preferente aandelen het aanbod gedaan, om f 500.— preferent aandeel om te wisselen in f 600.— gewoon aandeel plus f 25.— voor de te betalen inkomstenbelasting.

Eveneens in 1952 zijn bij de N.V. Vereenigde Touwfabrieken na statutenwijziging f 4.500.000.— preferente aandelen ingetrokken tegen afgifte van f 4.950.000.— gewone aandelen. Onder de werking van de Wet Herkapitalisatie zijn dus de preferente aandelen omgewisseld in gewone aandelen, waarbij voor de afstand van het preferentierecht een bonus van 10 % werd verstrekt. Ook deze preferente aandelen hadden een „verleden”. Wel is in 1936 bij de financiële reorganisatie de hoofdsom van de preferente aandelen niet aangetast, maar men heeft afstand moeten doen van het cumulatieve recht en van een deel van de dividendachterstand. Op de gewone aandelen is toen 87½ % afgestempeld. De Wet Herkapitalisatie 1951 gaf hier aanleiding de kapitalisatie van de n.v. te vereenvoudigen.

Winstbewijzen, oprichtersbewijzen, restantbewijzen e.d. kunnen in de loop der jaren blijken een belemmering te zijn voor het aantrekken van nieuw aandelenkapitaal. Voortkomende uit een financiële reorganisatie kunnen zij jarenlang een beperking van uitkeringen op de aandelen meebrengen. Als extra vergoeding aan oprichters e.d., uitgekeerd voor de ingebrachte niet in aandelenkapitaal uit te drukken mogelijke toekomstige rentabiliteit, meestal „goodwill” genoemd, is het hun toekomstige deel uit de overwinst dikwijls geheel uit de kluiten gegroeid. Nieuwe emissies, die eisen aan de vergroting van de verdeelbare overwinst zullen stellen, zouden steeds hogere inkomsten aan houders dezer stukken geven, zonder dat enig verband met de oorspronkelijk ingebrachte goodwill meer aanwezig is. De fiscale consequentie belette ook hier een aanvaardbare regeling van uitkoop of omwisseling. De uitkeringen op deze stukken en de verhandelingswaarde er van, wijzen er reeds op, dat er waarschijnlijk voldoende reserves aanwezig zijn om deze stukken om te wisselen in aandelen. Het aandelenkapitaal zal meestal hierdoor niet overmatig worden vergroot, zodat niet van een te ver gaande verwatering moet worden gesproken.

Het gebruik van de Wet Herkapitalisatie 1951 is dan ook een vondst geweest, waardoor in 1952 onder bijbetaling van de verschuldigde gereduceerde inkomstenbelasting de volgende omwisselingen konden plaatsvinden:

een restitutiebewijs van A.S.W. Automatenfabriek (Automatic Screw Works) N.V. in $\frac{1}{4}$ e aandeel van nominaal f 125.—;

een winstbewijs van N.V. Magazijn De Bijenkorf in een aandeel van nominaal f 200.—;

een oprichtersbewijs van Koninklijke Nederlandsche Hoogoven en Staalfabrieken N.V. in een certificaat van gewone aandelen van nominaal f 600.—;

een amortisatiebewijs van N.V. Nederlandsche Scheepsbouw Maatschappij in $\frac{1}{9}$ e aandeel van f 500.— nominaal;

een winstbewijs van N.V. Cultuur Mij Pradjekan-Tangarang in een aandeel van f 1.000.— nominaal.

§ 4 DE AGIO-BONUS

Als bij resolutie no. 92 van de Minister van Financiën van 13 Maart 1954 is beslist, dat een bijschrijving op aandelen of uitreiking van nieuwe aandelen, voor zover dit geboekt wordt ten laste van agio, niet leidt tot belastingheffing, dan is er een einde gekomen aan een fiscaal-theoretisch twistpunt¹. Zolang het een omstreden punt was, is de uitkering van een bonus ten laste van agioreserves niet aangedurfd. Zodra echter de publicatie van de opvatting van het Ministerie van Financiën is bekend geworden, wordt de uitkering van aandelenbonussen door afschrijving op agioreserves in vrij grote mate toegepast.

De zekerheid, dat uitkering van aandelenbonussen ten laste van op de fiscale balans aanwezige agioreserves belastingvrij kan geschieden, heeft zelfs uitgesproken meningen ten aanzien van de uitkeringen van aandelenbonussen doen wijzigen. De directie van de Billiton Mij. heeft in Januari 1954 nog uitdrukkelijk medegedeeld, niet aan de bonusuitkering op basis van de Wet Herkapitalisatie 1951 te denken, maar nu het bij deze onderneming aanwezige agio belastingvrij kan worden uitgekeerd, heeft de directie tot uitkering van een agiobonus besloten, hetgeen zelfs inhield, dat een statutenwijziging moest plaatsvinden.

¹ Adriani in W.P.N.R. no. 4037 van 5 Juni 1948, blz. 190 en Burger, praeadvies Claim en Bonus en Inkomstenbelasting, Alphen aan de Rijn 1950, blz. 19, waren van oordeel, dat bonusaandelen ten laste van agio-reserves vrij van inkomstenbelasting zijn; Van Soest en Peeters, Inkomstenbelasting, Vermogensbelasting en Vennootschapsbelasting, Arnhem 1951, blz. 98, stelden als eis, dat er geen winst aanwezig mocht zijn, wilde men belastingvrij agio-bonussen uitkeren.

Hetzelfde heeft plaatsgevonden bij de Stoomvaart Mij „Hilligersberg” en de N.V. Stoomboot Mij „Oostzee”. Dit wijst er wel op, dat de fiscale consequenties, zelfs bij het gereduceerde tarief van de Wet Herkapitalisatie 1951, ook voor open n.n.v.v. een belemmering is voor uitkering van aandelenbonussen. Beweegredenen, zoals aantoonbare hoge rentabiliteit en aanpassing van het aandelenkapitaal aan het vermogen, hebben hiervoor moeten wijken.

Het agio als reserve

Moeten aan de uitkering van een agio-bonus dezelfde bedrijfs-economische eisen worden gesteld als aan een uitkering van aandelen ten laste van andere reserves? Als er verschil in aan te leggen maatstaf zou bestaan bij deze aandelenuitkeringen, dan zou dit moeten liggen in een mogelijk verschil van karakter tussen de agioreserve en de overige vrije reserves.

De agioreserve is niet ontstaan uit ingehouden winsten, maar door storting van de aandeelhouders, voor zover deze aan de n.v. tegen de afgifte van de aandelen meer hebben betaald, dan de nominale waarde van de aandelen. De onderscheiding, die door de nominale waarde al ontstaat tussen hoofdsom en agio van het aandeel, is er reeds het bewijs van, dat aan de werkelijke reserve-functie van het agio niet behoeft te worden getwijfeld. Alleen aan het nominale aandelenkapitaal kan de functie van drager van het volledige risico worden toegekend; daarom dient het vermogen in waarde niet te dalen beneden het nominale kapitaal¹. Aan deze instandhouding te allen tijde dienen de vrije reserves mede te werken, ook de agio-reserves.

In § 3 van Hoofdstuk II is er reeds op gewezen, dat het wenselijk en theoretisch mogelijk, maar practisch slechts zelden toe te passen is, om bij de oprichting van n.n.v.v., die nieuwe ondernemingsobjecten beogen, deze direct te voorzien van de nodige reserves door de plaatsing der aandelen met een aanmerkelijk agio.

Een agio-reserve van enige omvang is practisch steeds ontstaan als (gedeeltelijke) voldoening der nieuwe aandeelhouders van de meerwaarde, die bij een emissie aan de nieuwe aandelen boven de nominale waarde kan worden toegekend. Deze meerwaarde is de uitdrukking van de hogere rentabiliteit van het vermogen en het te verwachten rendement, voor zover het het normale rendement te boven zal gaan.

Ook bij de omzetting van een bestaande onderneming in de n.v.-vorm of bij de overname van andere ondernemingen zal de overgangsprijs in aandelen met een koers, soms aanmerke-

¹ Zie Hoofdstuk II, § 1 en 2.

lijk boven pari liggende, kunnen worden voldaan. Bij deze laatste gevallen is de functie van het agio een voortzetting van de reeds bestaande reserves in het oude bedrijf. Wordt daarentegen het agio in contanten gestort, dan wordt de reserve nieuw gecreëerd.

Dit onderscheid bij ontstaan maakt echter geen verschil uit voor de betekenis van het agio als reserve. Ongetwijfeld moet aan iedere agio-reserve de functie van buffer worden toegekend, die dient om verliezen, dus teruggang in rentabiliteit, op te vangen.

Wanneer echter naar het oordeel van de leiding der n.v. de reserves groter zijn geworden dan nodig is om ook in slechte tijden de vermogensvermindering in voldoende mate op te vangen, zodat een normaal rendement op het aandelenkapitaal gehandhaafd kan blijven, dan kunnen er reserves in aandelen worden omgezet. Er is geen bedrijfseconomische reden aan te voeren, om zonder meer aan het verschil in oorsprong van de reserves, hetzij ze gestort of uit de winst gevormd zijn, een voorkeur voor de omzetting in aandelen te geven¹. De nadere stipulatie van de fiscale opvatting ten aanzien van agio-reserves zal er aanleiding toe geven, om deze agio-reserve het eerst aan bod te doen komen voor een uitkering van een aandelenbonus.

De afwezigheid van een fiscale rem zou de mogelijkheid van uitkering van ongezonde aandelenbonussen uit agio-reserves kunnen doen toenemen, zoals iedere vrijheid misbruikt kan worden. Deze mogelijkheid zal al niet groot zijn, door de beperkte aanwezigheid van agio-reserves en de omstandigheid, dat dit verschijnsel meestal juist voorkomt bij die ondernemingen, die ook sterke reserves uit de winst hebben kunnen vormen.

Wanneer vrij spoedig na het creëren van een agio-reserve, bv. binnen dezelfde conjunctuurtrend, deze reserve weer wordt uitgekeerd als een agio-bonus, kan men zich gaan afvragen, of hier wel een gezonde financiële politiek is gevoerd. Als de uitkering van de agio-bonus bedrijfseconomisch gezien geoorloofd is, waarom heeft men dan deze omweg van kapitaalverwatering gekozen en niet direct geëmitteerd zonder een agio van de inschrijvers te vragen? Als correctie op gebleken al te grote voorzichtigheid is die agio-bonus wel te aanvaarden, maar wanneer dit antwoord niet voor de hand ligt, is die meer onkosten meebrengende omweg niet zo gemakkelijk verdedigbaar. Het ligt dan voor de hand om eens nauwkeurig na te gaan, of die aandelenbonus ten laste van de agio-reserve bedrijfseconomisch gezien wel volledig verantwoord is.

¹ De eventueel belemmerende werking van statutaire bepalingen of van artikel 41 b W. v. K. is hierbij buiten beschouwing gelaten.

De toepassing

Zeer snel na de bekendmaking van 's ministers standpunt ten aanzien van de agio-bonus berichtte de Raad van Bestuur van *Philips' Gloeilampenfabrieken N.V.*, dat in de aandeelhoudersvergadering zal worden voorgesteld de in 1933 ingevoerde verlaging van de nominale waarde van preferente en gewone aandelen op f 750.— weer ongedaan te maken door bijschrijving uit de agio-reserves, waardoor de oorspronkelijke nominale waarde der aandelen van f 1.000.— zou worden hersteld.

De overvloed aan middelen was in 1933 aanleiding, om op alle aandelen f 250.— onder afstempeling terug te betalen. Aangezien Philips in de voorafgaande jaren vele emissies had geplaatst met groot agio, beschouwden vele aandeelhouders de afstempeling, die overeenkomstig artikel 41 c W. v. K. toch alleen à pari kan geschieden, als een benadeling van hun rechten. De bijstempeling ten laste van de agio-reserves in 1954 is dan ook als een soort herstel van vermeende rechten der aandeelhouders te beschouwen, om het odium, dat nog steeds bij vele beleggers was blijven bestaan, weg te nemen. Deze merkwaardige aanleiding tot bijstempeling der aandelen wijst er weer eens op, dat het nominale aandelenkapitaal ook in de ogen van de beleggers een betekenis heeft.

Behalve als aanleiding is er tussen de afstempeling in 1933 en de bijstempeling in 1954 van de aandelen Philips geen verband te leggen. Bij de afstempeling werd f 22.680.700.— terug betaald als vermindering van nominaal aandelenkapitaal; bij de bijstempeling moest ten gevolge van intussen plaatsgevonden vergrotingen van het aandelenkapitaal ruim f 85.500.000.— van de agio-reserve hiervoor worden bestemd. Dit is een bedrag, dat ongeveer gelijk is aan het vóór 1933 bij emissie gevormde agio. De bij emissie in 1948 verkregen agio-reserve kon intact blijven.

Spoedig na Philips publiceerde ook het bestuur van de *Koninklijke Nederlandsche Petroleum Mij N.V.* de aankondiging van bonusaandelen ter grootte van 20 % van het nominale kapitaal ten laste van de agio-reserve. Ook hier was voor de bonusuitkering een bijzondere aanleiding.

Het is bij de „Koninklijke” een traditie geworden om haar nieuwe aandelen à pari te emitteren. Deze wijze van kapitaalverwatering¹ wordt algemeen beschouwd als een uiting van financiële kracht. De situatie der kapitaalmarkt en de deviezenbepalingen hadden de „Koninklijke” in de na-oorlogse jaren er toe genoopt om haar kapitaalbehoeften mede te dekken door het aangaan van een obligatielening, die later in obligatiën,

¹ Zie Hoofdstuk III.

converteerbaar in aandelen, werd omgezet. Door een kundig manipuleren van de conversiekoers was de lening in een paar jaar omgezet in met een hoog agio geplaatst aandelenkapitaal¹. Ten einde de lijn der traditie om van aandeelhouders geen agio te vragen, te handhaven, was er reden, om het bij de conversie-operatie verkregen agio in aandelen om te zetten.

Het ligt voor de hand, dat twee der allergrootste onzer n.n.v.v., de Koninklijke en Philips, zeker niet tot een bonusuitkering waren overgegaan, indien de ministeriële resolutie van 13 Maart 1954 hun geen kans had gegeven, om dit zonder onttrekking van middelen te doen. De regeling van de Wet Herkapitalisatie 1951 zou hen hiertoe zeker niet hebben verleid; daarvoor zou een dergelijke transactie teveel miljoenen aan contanten hebben gekost. Het is tevens de vermelding waard, dat de financiële pers aan deze agiobonussen als conclusie de verwachting verbond, dat in de toekomst over het vergrote aandelenkapitaal van deze concerns een onveranderde dividendpolitiek te verwachten is. Hierbij kwam dus de gedachte tot uitdrukking, dat een aandelenbonus de leiding der n.v. verplichtingen oplegt ten aanzien van de toekomstige dividenduitkeringen².

De frontverandering van de directie der *N.V. Billiton Mij* ten aanzien van de aandelenbonus is hiervoor reeds vermeld. De ministeriële resolutie over de agiobonus had ten gevolge, dat deze n.v. besloot ertoe over te gaan de uit 1939 daterende agio-reserve grotendeels in aandelen der tweede rubriek uit te keren door een bonus van 25 %.

Veel besproken kandidaten voor een aandelenbonus waren ook de *N.V. Stoomvaart Mij Oostzee* en de *N.V. Stoomboot Mij Hillegersberg*. Beide ondernemingen werden mede ten gevolge van de in 1934 plaatsgevonden drastische kapitaalafstempeling geacht rijp te zijn voor een kapitaalverwatering. Voor beide ondernemingen werd besloten om tot een aandelenbonus-uitkering van $66\frac{2}{3}$ % over te gaan, waarbij de agio-reserve werd benut om de fiscale aderlating zo gering mogelijk te doen zijn. Voor zover de agio-reserve niet voldoende was, is de Wet Herkapitalisatie 1951 te hulp geroepen. Men kreeg hierdoor de constructie, dat bij de „Oostzee” $58\frac{2}{3}$ % van de aandelenuitkering belastingvrij was en dat over 8 % de Wet Herkapitalisatie 1951 werd toegepast met uitkering van 2 % in contanten. Bij de „Hillegersberg” kon $19\frac{2}{3}$ % belastingvrij uit de in het begin van 1940 gevormde agio en 47 % onder de werking van de Wet Herkapi-

¹ Vgl. H. P. W. van Ravestijn, Enkele opmerkingen over de betekenis van de converteerbare obligatie als financieringsinstrument, in *De Naamloze Vennootschap*, jrg. 31, no. 6, September 1953, blz. 81.

² Zie Hoofdstuk IV, § 3.

talissatie 1951 worden uitgekeerd, onder bijbetaling aan aandeelhouders van $11\frac{3}{4}$ % in contanten. De „Hillegersberg” heeft indirect ook grotendeels voor de veel hogere belastingvrije uitkering bij de „Oostzee” gezorgd, doordat zij in 1951 houdstermaatschappij van bijna 40 % van het aandelenkapitaal van de „Oostzee” werd, wegens opname van nominaal f 1.537.350.— aandelen dezer onderneming tegen 250 %. Het toen gecreëerde agio, tevens met het veel geringere agio in 1937 en 1940 ontstaan, maakte het mogelijk dat de „Oostzee” haar liquiditeitspositie in stand kon houden.

De *Koninklijke Java-China-Paketaanvaart-Lijnen N.V.* heeft in 1947 een aanmerkelijk agio-reserve kunnen vormen, toen zij de z.g. buitenlijnen van de N.V. Koninklijke Paketaanvaart Mij overnam tegen afgifte van aandelen. Dit agio was groot genoeg, om op het uitstaande aandelenkapitaal per 1 Januari 1954 een aandelenbonus van 25 % uit te keren.

In bedrijfseconomisch opzicht kan men de uitkering van de agio-bonus van 10 % bij de *Koninklijke Nederlandsche Papierfabriek N.V.* een vertekening van de werkelijkheid noemen. Teneinde de liquiditeitspositie zo sterk mogelijk te maken om uitbreidingen te financieren, wilde men kennelijk een stockdividend uitkeren. Om aandeelhouders inkomstenbelasting te besparen, is de agio-reserve, in 1948 en 1950 bij emissies ontstaan, aangewezen om in aandelen te worden omgezet. Daarentegen is waarschijnlijk ¹ het aan aandeelhouders volgens de winstverdeling toekomende deel van de overwinst geheel voor reservering bestemd. Deze reserveverschuiving om belasting te besparen is niet begrepen, hetgeen blijkt uit de critieken op de mededeling van een voorgenomen emissie van nieuwe aandelen ad 115%. Gezegd werd dat „aandeelhouders eerst ten laste van de door hen zelf betaalde agio-reserve een bonus ontvangen en dat zij vervolgens die agio-reserve weer door een emissieprijs van boven pari moeten versterken.” ²

Meer conform de regels is de agiobonus van 20 % van de N.V. *Biscuit- en Chocoladefabriek „Victoria”* geweest. Het agio, waaruit deze kapitaalvergroting werd geput, was ten dele bij de aandelenemissies in 1943, 1930 en 1927 gevormd.

Ofschoon de geldigheid van een beslissing om tot uitkering van agiobonussen over te gaan sinds de publicatie van de ministeriële missive niet aan een tijdslimiet is gebonden, zoals dit het geval was bij de gebruikmaking van de Wet Herkapitalisatie 1951, is er toch wel haast gemaakt, om van deze belastingvrije bonusuitkering gebruik te maken. Alle bovengenoemde toepas-

¹ Vgl. Het Financieele Dagblad d.d. 2 April 1954.

² Ibid.

singen waren binnen twee maanden na het verschijnen van de ministeriële missive reeds door de directies aangekondigd. Ongetwijfeld heeft de Wet Herkapitalisatie 1951 de leiding van n.n.v.v. meer bekend gemaakt met de mogelijkheden en doeleinden van de aandelenbonus. De rem, die ook het gereduceerde belastingtarief op de toepassing van deze wet uitoefende, bleek onverwacht voor de agio-bonus te ontbreken. Dit werd bekend op een moment van een vrij gunstige conjunctuur en een zeer versterkte positie van de munt. Aanleidingen om tot verhoging van het aandelenkapitaal te besluiten konden in deze situatie wel gemakkelijk gevonden worden ¹. Hierin kan een verklaring schuilen, waarom zo snel en verhoudingsgewijs zo veelvuldig van een agiobonus gebruik is gemaakt ².

¹ Vgl. Hoofdstuk IV, § 4.

² Vgl. Bijlage III.

VI

HET STOCKDIVIDEND

§ 1 WOORDVERKLARING EN DEFINITIE

Het stockdividend is van Amerikaans origine. Fahrenfort deelt in de Bedrijfseconomische Encyclopaedie nog mede, dat „de uitkering van stockdividenden soms in Amerika werd toegepast; ook in en na de eerste en tweede wereldoorlog kwam het hier te lande voor”¹. Dit is geschreven, voordat het gebruik van het stockdividend hier te lande tot ontwikkeling was gekomen. Daardoor geeft het zo duidelijk de indruk weer, dat het stockdividend een vreemd, Amerikaans verschijnsel was, dat toch niet geheel en al onbekend was.

Een stockdividend is volgens Amerikaanse definitie iedere uitkering aan aandeelhouders in de vorm van nieuwe aandelen². Dit begrip is ruim, zoals ook het begrip dividend in Amerika de ruimere betekenis van uitkering in het algemeen heeft. Men maakt in de Amerikaanse literatuur dan ook onderscheid tussen een „extra-ordinary” en een „periodic” stockdividend³. Het buitengewone stockdividend wordt uitgekeerd ten laste van geaccumuleerde ingehouden winsten over vele jaren; het is de „mellon cutting” en is in feite identiek met de split-up. Het „periodic” stockdividend daarentegen behoort betaald te worden uit de winst, behaald in de periode, waarvoor de uitkering geldt; het wordt gebruikt in de plaats van of ter aanvulling van het normale dividend in contanten.

Dit onderscheid behoeft in het Nederlandse spraakgebruik niet te worden gemaakt. Wij kennen hier de aandelenbonus als uitkering ten laste van de geaccumuleerde reserves, zodat de overname van de practijk van stockdividenden uit Amerika voor ons

¹ Jac. Fahrenfort, Stockdividend, in Bedrijfseconomische Encyclopaedie, Deel I, blz. 459.

² C. N. Stabler, How to read the Financial News, New York 1951, p. 53; ook B. J. Horton Ph. D., J. Riplay Jr. Ph. D. and M. P. Schnopper, Dictionary of Modern Economics, Washington (D. C.) p. 317.

³ J. C. Bothwell Jr. Periodic Stockdividends, in Harvard Business Review, Jan. 1950, vol. XXVIII, p. 89.

land alleen betrekking heeft op de uitkering van aandelen als uitkering uit de jaarwinst. Het stockdividend is voor het Nederlandse spraakgebruik dat dividend, dat aan aandeelhouders niet in contanten, maar in de vorm van aandelen wordt uitbetaald. Men verstaat er tevens onder het recht op aandelen, dat uit dividend voortvloeit¹. Uiteraard is dit een recht op een deel van een aandeel, want het komt practisch niet voor, dat als dividend 100 %, d.i. een geheel aandeel, kan worden uitgekeerd. Een bepaald aantal stockdividenden geeft dus recht op een nieuw aandeel.

Het begrip stockdividend is in Nederland nog jong. Volgens Fahrenfort sprak men na de eerste wereldoorlog hier te lande van bonusaandeel, als men het huidige begrip stockdividend bedoelde². VlUG komt in 1920 hiertegen op³, als hij waarschuwt „tegen het gebruiken van het woord „bonus” en ook van het woord „claim” in gevallen, waarin van bonus allerm minst en van claim slechts in zekere zin sprake kan wezen.” Hij bedoelt dan de „gevallen, waarin, ter voldoening van gewoon dividend, aandelen of obligatiën in betaling worden gegeven.”

VlUG, die dus reeds vroeg het juiste onderscheid maakte tussen bonus en stockdividend, heeft zijn zin gekregen: in de practijk worden thans deze twee begrippen terdege onderscheiden, al kan men het betreuren, dat klakkeloos het Amerikaanse woord is overgenomen, zonder dat naar een meer Nederlands equivalent is gezocht. Het hierboven gereleveerde Amerikaanse begrip is immers ruimer, zodat gelijkheid in terminologie toch geen equivalentie van het begrip veronderstelt. De overheid, speciaal de wetgever en de fiscus, kent het begrip stockdividend nog niet. Bonusaandeel en stockdividend worden beiden als uitkering beschouwd⁴. Wat hiervan economisch en bedrijfseconomisch gezien de gevolgen zijn, zal later worden gezien. Een eerste erkenning van het onderscheid tussen bonusaandeel en stockdividend in overheidsvoorschriften is tot uiting gekomen in een Algemene Vergunning van de Nederlandsche Bank, als uitvoerster van het Deviezenbesluit 1945. In haar Algemene Vergunning van 23 December 1952⁵ was in beginsel toestemming

¹ Vgl. H. P. W. van Ravesteyn, Stockdividend, in *Bedrijfseconomische Encyclopaedie*, Deel II, blz. 276.

² Als voren

³ G. VlUG, Praeadvies over Hebben de claim, bonus en dergelijke rechten, behoorende tot aandelen in naamloze vennootschappen, het karakter van kapitaal of burgerlijke vrucht? 's-Gravenhage 1920, blz. 3.

⁴ Zie Hoofdstuk IV, § 5.

⁵ Alg. Vergunning No. A 2936949 d.d. 23 December 1952, opgenomen in de Officiële Prijscourant van de Vereeniging voor den Effectenhandel van 30 December 1952, no. 14201.

verleend, dat bij verkoop van stockdividend deze verkoopopbrengst tot een bedrag, gelijk aan de nominale waarde der op de stockdividenten beschikbaar gestelde effecten aan niet-ingezetenen mocht worden getransfereerd. Voor zover de verkoopopbrengst de nominale waarde van het stockdividend overtrof, was transfer niet toegestaan. Iedere kapitaaluitkering, zowel de bonus als het stockdividend, was tot voor 1953 steeds in haar geheel als kapitaal, dat in principe niet transferabel was, beschouwd¹. Revenuen van kapitaal, dus ook dividend in constanten, is voor niet-ingezetenen, die geen Nederlander zijn, steeds transferabel geweest. Door toe te staan, dat van de verkoopopbrengst van het stockdividend het nominale dividendbedrag getransfereerd mocht worden, werd dit nominale bedrag als revenu erkend. Het stockdividend is hierbij voor het eerst door een overheidsinstantie als van het bonusaandeel te onderscheiden begrip genoemd. Dit zij hier als zodanig gereleveerd, ofschoon het desbetreffende voorschrift wegens verruiming van het deviezenverkeer in 1954 is ingetrokken.

§ 2 STOCKDIVIDEND EN AANDELENKAPITAAL

Het wezen van het stockdividend

Het stockdividend is een dividend, dus een winstuitkering. In de regel kan daarom alleen tot uitkering van een stockdividend worden overgegaan, als er een verdeelbaar winstsaldo is. Het is uiteraard mogelijk, om een reeds eerder gevormde dividendreserve tot uitkering te brengen door stockdividenten, maar ook een dergelijke dividendreserve, die de n.v. aan de aandeelhouders schuldig is gebleven, is ontstaan uit verdeelbare winstsaldi.

Van de verdeelbare winst komt aan aandeelhouders het bedrag toe, dat overeenkomstig de statutaire regeling van de winstverdeling wordt vastgesteld, dus gewoonlijk het primaire dividend en een aandeel in de overwinst, die gezamenlijk het dividend vormen, dat in de regel in procenten van het nominale uitstaande kapitaal wordt uitgedrukt. Wanneer besloten wordt het dividend of een deel daarvan in aandelen betaalbaar te stellen spreekt men van een stockdividend.

Het grote formele verschil tussen een aandelenbonus en een stockdividend is dus, dat een stockdividend voor zijn ontstaan eerst door de molen van de winstverdeling moet zijn gegaan, terwijl een aandelenbonus rechtstreeks ten laste van reserves of ingehouden winsten wordt geboekt. Dit is het kenmerkend

¹ Opgemerkt zij, dat dit deviezenstandpunt geheel het tegengestelde inhield van het fiscale standpunt, dat iedere kapitaaluitkering in aandelen als winstuitkering beschouwt.

onderscheid. Het stockdividend is afhankelijk van het financiële jaarresultaat; het behoeft daarom geen lang verleden in de n.v. te hebben, in die zin, dat het van te voren als blijvend vermogen van de n.v. moet zijn gevormd. Integendeel, als deel van het jaaroverschot behoort het formeel gezien in een twaalfstal maanden gegroeid te zijn om te worden uitgekeerd.

Door de uitkering van een stockdividend neemt het uitstaande aandelenkapitaal toe; een schuld aan de aandeelhouders, door de winstverdeling ontstaan, wordt omgezet in aandelenkapitaal, economisch en juridisch ten volle aan de n.v. gebonden¹. In tegenstelling tot de uitkering van een aandelenbonus is het stockdividend geen eenzijdige handeling; aandeelhouders missen de ontvangst van contant dividend. Er is daarom alle reden, om de uitkering van een stockdividend in resultaat gelijk te stellen met een aandelenemissie. De betaalbaarstelling van een stockdividend is dan de combinatie van twee handelingen, nl. de betaalbaarstelling van een dividenduitkering, die gepaard gaat met een emissie van aandelen, uitsluitend voor aandeelhouders. Dikwijls krijgt de „emissie” als deel van de gecombineerde handeling, het karakter van een afgedwongen deelneming in de kapitaalvergroting voor aandeelhouders, maar dikwijls ook niet². Het is vrij veel voorgekomen, dat aan aandeelhouders de keuze werd gelaten tussen een uitkering in contanten of een uitkering in aandelen. De keuze had voor bepaalde groepen van aandeelhouders meer dan formele betekenis. Volgens de deviezenbepalingen was het nl. tot 1 Januari 1953 niet mogelijk enig deel van de opbrengst van stockdividenden te transfereren³, daarentegen waren de dividenduitkeringen in contanten wel transferabel naar het buitenland. Aandeelhouders — niet Nederlandse ingezetenen zullen daarom veelal geprefereerd hebben de dividenduitkering in contanten, getransfereerd naar hun land van inwoning, te ontvangen boven de hogere kapitaalwaarde van het stockdividend, die hier te lande moest blijven en waarover zij niet vrij konden disponeren.

Ook kan het voorkomen, dat men de aandeelhouder de keuze laat tussen de uitkering in contanten en een stockdividend van

¹ Vgl. Hoofdstuk II, § 1.

² F. W. C. Blom, Ondernemingsbesparingen, risicodragend kapitaal en de omvang der bedrijvigheid, Leiden 1949, blz. 17, maakt dit onderscheid niet en neemt zonder meer aan, dat een stockdividend een gedwongen aandelenemissie is. Zijn behandeling van dit onderwerp is zeer summier. In § 3 van dit hoofdstuk zal blijken, dat het gemaakte onderscheid nogal formeel is, zodat het voor de hand ligt, dat bij summiere besprekingen van het stockdividend dit onderscheid kan worden verwaarloosd als niet essentieel.

³ Zie § 1 van dit hoofdstuk.

een lagere nominale waarde dan het bedrag in contanten ¹. Een andere variant is, dat de keuze tussen stockdividend en contanten wordt beperkt tot een kortere datum dan de verjarings-termijn, die statutair of wettelijk voor het dividend geldt ². Na die datum is alleen incassering van het dividend in contanten mogelijk. Het karakter van gedwongen emissie, dat aan het stockdividend inhaerent zou zijn, bestaat in deze gevallen in het geheel niet; het is dan voor de aandeelhouders meer een gunst geworden met een tijdelijk karakter.

Deze verschillende mogelijkheden bij de uitkering van het stockdividend wijzen erop, dat inderdaad de uitkering van het stockdividend als handeling moet worden gesplitst in een dividenduitkering en in een emissie.

Rendementseisen

Aangezien de verhoging van het aandelenkapitaal door de uitkering van stockdividenden in feite gelijk is aan een emissie, dient deze financieringsfiguur aan dezelfde eisen te voldoen, die gesteld moeten worden aan een emissie van nieuwe aandelen, wil de uitkering van stockdividenden bedrijfseconomisch verantwoord zijn. De leiding van de n.v. dient er zich bij de uitkering van stockdividenden van bewust te zijn, dat zij „nieuwe middelen” verkrijgt, die het renderend vermogen van de n.v. vergroten en die in de toekomst tot het rendement moeten bijdragen, zoals ook het bij emissie nieuw aangetrokken vermogen renderend moet worden gemaakt. Al of niet gedwongen investeren de aandeelhouders hun toekomstige gelden blijvend in de n.v. Terecht verwachten zij op deze nieuwe belegging een rendement.

¹ De Algemene Norit Mij keerde als dividend uit:

in 1941:	11 $\frac{1}{2}$ % naar keuze in contanten of in aandelen à 115 %	(dus in feite 10 % in aandelen);
in 1942:	8 % naar keuze in contanten of in aandelen à 120 %	(dus in feite 7 $\frac{1}{2}$ % in aandelen);
in 1943 } en 1944 }	7 % naar keuze in contanten of in aandelen à 119 %	(dus in feite 5 $\frac{15}{17}$ % in aandelen);
in 1947:	6 % naar keuze in contanten of in aandelen à 120 %	(dus in feite 5 % in aandelen);
in 1948:	6 % naar keuze in contanten of in aandelen à 125 %	(dus in feite 4 $\frac{4}{5}$ % in aandelen).

² De keuze tussen contant- of stockdividend is bij de Algemene Norit Mij voor alle onder noot 1 genoemde dividenden beëindigd op 31 December 1948. Bij de Hollandsche Kunstzijde Industrie stond de keuze tussen 5 % in aandelen of in contanten, in 1952 betaalbaar gesteld, open tot 31 December van dat jaar. De keuze tussen stockdividend of contanten bij het dividend, betaalbaar gesteld in de jaren 1948 t/m 1951 was zowel bij Kunstzijdespinnerij Nijma als bij Nederlandsche Kabelfabriek beperkt tot 1 December van het desbetreffende jaar van betaalbaarstelling.

De uitkering van een stockdividend sluit dus de verwachting in, dat in de toekomst de uitkeerbare winst groter zal worden, zodanig, dat ook over het vergrote aandelenkapitaal een redelijk dividend kan worden uitgekeerd. Men trekt geen nieuwe middelen aan, als men niet verwacht, dat het rendement over het vergrote vermogen niet minstens gehandhaafd kan blijven. Daarom is het alleszins redelijk, te verwachten dat na de uitkering van een stockdividend het toekomstige dividend over het vergrote aandelenkapitaal procentueel niet zal worden verlaagd. Het door Van Keep¹ uitgewerkte voorbeeld, waarbij de uitkering van een stockdividend ten gevolge heeft, dat in de volgende jaren het dividend moet worden verlaagd, omdat de uitkeerbare winst niet kon worden verhoogd, is een typisch voorbeeld van het verkeerde gebruik van het stockdividend. Een dergelijke politiek van het stockdividend kan geen uitgangspunt zijn voor de beoordeling van de mérites van het stockdividend als financieringsfiguur.

§ 3 STOCKDIVIDEND EN AANDEELHOUDER

Vier groepen geïnteresseerden

Het tweeslachtig karakter van het stockdividend, nl. als dividend en als emissie, heeft iets verwarrend. De aandeelhouder-belegger krijgt uit zijn belegging inkomen in de vorm van dividend, maar hij kan dit inkomen niet besteden naar eigen keuze, wanneer dit dividend een stockdividend is. Het is inkomen, waaraan hij niet kan raken, tenzij hij zijn stockdividend van de hand doet. Alleen door verkoop van het stockdividend krijgt hij zijn dividend als inkomen in handen. De vraag, die zich hierbij voordoet, is, hoe groot het inkomen is, dat de aandeelhouder geniet, als hij een stockdividend ontvangt.

Wanneer de aandeelhouder voldoende stockdividenden bezit, om hiervoor een nieuw aandeel bij de n.v. op te eisen, zal hij geneigd zijn, zijn stockdividenden niet als inkomen te beschouwen. Hij heeft dan een nieuw aandeel „om niet” verkregen, zoals hij die ontvangt bij uitkering van een aandelenbonus. Voor zijn gevoel heeft de n.v. het dividend gepasseerd en in de plaats daarvan hem met een bonus van kleine omvang verblijd². Hij zal niet het idee hebben, dat hij dividend heeft geïnd en daarmee op een emissie van nieuwe aandelen ingeschreven.

Wanneer de aandeelhouder het stockdividend verkoopt, zal

¹ A. C. M. van Keep, *De Dividendpolitiek*, Leiden 1950, blz. 88 e.v.

² Dit is nog het standpunt van N. Carothers, *The Stock Dividend Mumpsimus*, in *The Commercial and Financial Chronicle*, vol. 178, no. 5280 d.d. 7 December 1953, p. 3.

hij de neiging hebben om de gehele verkoopopbrengst van zijn stockdividend als inkomen te beschouwen, dat hij vrij besteden kan, zonder dat hij inteert op zijn belegd vermogen. De uitkering van een stockdividend bij een goed geleide n.v. duidt er immers op, dat naar verwachting het dividend in de toekomst niet lager zal worden. De rentabiliteitswaarde van zijn aandelenbezit zal dus door de verkoop van het stockdividend niet verminderen. Als hij de gehele opbrengst van het stockdividend als inkomen verteert, wordt hij niet armer. Deze opvatting is dan ook wel de aanleiding, waarom de uitkering van stockdividenden in de laatste jaren zo veelvuldig is toegepast. Voorwaarde is hierbij, dat de stockdividenden boven de nominale waarde worden gewaardeerd, zodat naar het gevoelen der aandeelhouders zij bij verkoop een extra te verteren inkomen ontvangen. Ook ligt het voor de hand, dat de aandeelhouders dit gevoel van meer inkomen te ontvangen alleen zullen hebben als het stockdividend verhandelbaar is. Voor n.n.v.v. wier aandelen geen markt hebben, dus voor besloten n.n.v.v., is er uit dien hoofde geen reden om stockdividenden uit te keren.

De belegger, die stockdividenden koopt, om de ze in te wisselen tegen een nieuw aandeel, zal zeker niet het gevoel hebben, dat hij de verkopers inkomen heeft verschaft. Hij heeft zijn vermogen belegd, dat mogelijk uit bespaard inkomen is voortgekomen, maar zijn aankoop kan ook herbelegging van reeds bestaand vermogen zijn. Aankoop van stockdividenden is voor hem hetzelfde als aankoop van aandelenbonussen of van aandelen rechtstreeks. Hij zal stockdividenden kopen, omdat deze iets voordeliger of gemakkelijker te verkrijgen zijn dan die aandelen van de n.v., waarin hij zijn geld wil beleggen.

De beroepshandelaar, die de stockdividenden koopt, wil of de handel in de stockdividenden of aandelen vergemakkelijken, omdat hij als hoekman of commisionair van de n.v., dus als bemiddelaar, hierbij belang heeft, of omdat hij hierin een voordelig koersverschil ziet, omdat het stockdividend door het aanbod verhoudingsgewijs lager noteert dan het aandeel. Hij draagt hierdoor bij aan het streven om de koers van het stockdividend en dat van het desbetreffende aandeel met elkaar in evenwicht te laten blijven.

Deze tegengestelde opvattingen der vier groepen geïnteresseerden bij het stockdividend kunnen niet alle tegelijkertijd juist zijn. Een stockdividend kan niet tegelijk bonus en inkomen zijn.

De opvatting van de aandeelhouder, die zijn eigen stockdividenden omwisselt in aandelen, die van de koper van stockdividenden en van de beroepshandel komen met elkaar wel

overeen, want zij allen beschouwen het stockdividend als kapitaal in de zin van belegd vermogen. Het maakt in feite geen verschil, dat de zijn stockdividenden omwisselende aandeelhouder het beschouwt als een verkrijging om niet, want hij zal hieraan wel waarde toekennen, zoals ook de aandelenbonus een echte eigen waarde heeft. Die waarde zal voor hem minstens gelijk zijn aan de beurswaarde, die door de koperen de handelaar betaald is. Tegenover de opvatting van deze drie staat die van de verkoper van het stockdividend, die geneigd is, de gehele opbrengst als inkomen te beschouwen, een opvatting waarop de leiding van de n.v. mogelijk heeft gespeculeerd bij de betaalbaarstelling van het dividend in deze vorm.

Dividend en tevens emissie

Welke van deze opvatting is de ware? Bedrijfseconomisch gezien is het gezonde stockdividend geen bonus; het komt voort uit de jaarwinst, die aan aandeelhouders wordt uitgekeerd ¹. In principe is het bij de uitkering voor hen inkomen; daaraan kan niet worden getornd. Bij de vrije bestedingsmogelijkheid van het dividend heeft de aandeelhouder de keuze zich dit inkomen al of niet te ontfangen door het al of niet te besparen en het in belegd vermogen om te zetten. Bij de betaalbaarstelling van een stockdividend beslist in feite de leiding van de n.v. voor de aandeelhouders, dat hij zijn inkomen zal besparen en beleggen in aandelen van de n.v. Wanneer er bij de betaalbaarstelling hiervan geen keuze wordt gelaten tussen contanten of aandelen, dwingt de leiding van de n.v. de aandeelhouder tot sparen en beleggen, tenzij hij zijn stockdividend kan verkopen. Dit verkopen kan alleen geschieden als hij een koper vindt, die geneigd is de beleggingsfunctie van hem over te nemen. De verkoop van een stockdividend is dus voor de aandeelhouder de ontsnapping uit de hem opgelegde dwang tot sparen en beleggen, doordat hij iemand gevonden heeft, die door de aankoop van het stockdividend toont, dat hij vrijwillig die functies overneemt ². Hieruit blijkt de noodzaak van verhandelbaarheid van het stockdividend.

De dwang, die de leiding de aandeelhouder oplegt, is dan ook maar schijn, zolang er kopers van stockdividenden zijn. In de praktijk ligt het voor de hand, dat de leiding van de n.v. ervoor zal zorg dragen, dat de kopers gevonden zullen worden. Dit is voor haar geen zorg, zolang de beurswaarde van haar aandelen

¹ Zie § 2.

² De inschakeling van tussenpersonen, zoals beroepshandelaren en speculanten, doet aan de juistheid van deze schematisering geen afbreuk. Ergens is een einde aan de ketting van verkopers en kopers; de laatste schakel in de ketting is degene, die beleggen wil.

meer dan de nominale waarde bedraagt. De tweede voorwaarde, om tot uitkering van stockdividenden te kunnen overgaan, is dus, dat de aandelen der n.v. boven pari noteren¹.

Zolang de aandeelhouder bij verkoop van een stockdividend meer ontvangt dan de nominale waarde ervan, zal hij zeker tevreden zijn, omdat hij door verkoop zijn inkomen kan verkrijgen. Hij krijgt dan echter meer dan zijn eigenlijk inkomen, want dat kan niet groter zijn dan het dividendpercentage der nominale waarde zijner aandelen, dat betaalbaar is gesteld. De koper is bereid voor het stockdividend als bespaard en geïnvesteerd kapitaal meer te betalen. De leiding van de n.v. heeft immers het aan de aandeelhouders onthouden inkomen tegen nominale waarde geïnvesteerd of zal dit investeren en heeft het als zodanig een rendementswaarde gegeven. Wat de koper als belegger voor het stockdividend meer betaalt dan de nominale waarde, is het gevolg van de reeds geschiede of te verwachten rendabele investering van de leiding der n.v. Beschouwt de verkoper van het stockdividend dit meerdere als inkomen, dan teert hij in, zoals hij ook zou doen als hij de opbrengst van een claim als inkomen zou beschouwen.

De bedrijfseconomisch gezien hybridische figuur van het stockdividend als dividend en tevens emissie werkt dus door in het particuliere inkomen en vermogen van de aandeelhouder. Bij verkoop van het stockdividend dient de opbrengst gesplitst te worden in inkomen en vermogen. Het inkomen is gelijk aan het nominale dividend, dat door de leiding van de n.v. is ingehouden als investering. Het vermogen is gelijk aan de beurswaarde van het stockdividend als deel van een aandeel, voor zover het de nominale waarde overtreft. Dit inkomen- en vermogensdeel wordt door de uiteindelijke koper, die beleggen wil, overgedragen aan de verkoper.

Het is thans ook duidelijk, dat de aandeelhouder, die zijn stockdividenden in nieuwe aandelen omzet, in feite accoord gaat met de belegging, waarover de leiding van de n.v. door de investering reeds voor hem heeft beslist. Hij verkrijgt tegen de prijs van de nominale waarde een nieuw aandeel, dat voor hem een hogere beurswaarde heeft, zoals ook geschiedt bij inschrijving op een aandelenmissie met eigen claims. De tussenpersoon, die

¹ Bij de betaalbaarstelling van stockdividenden van de Escomptobank in de jaren 1949, 1950 en 1951 stonden de aandelen beneden pari genoteerd. Dit was echter maar schijn. Doordat de Indonesische rupiah en de gulden volgens de Amsterdamse beursusance nog in verhouding van 1 : 1 staan, waren in feite de aandelen dezer in Indonesië gevestigde n.v. boven pari in rupiah genoteerd, want in die jaren was de feitelijke waarde van de rupiah reeds slechts $\frac{1}{3}$ gulden.

bij de aan- en verkooptransactie kan optreden en die hierbij winst maakt, vervult zijn normale functie bij de handel in effecten. Voor hem is het stockdividend niet meer dan een tijdelijke kleine coupure van een aandeel.

Het deel van de verkoopopbrengst van het stockdividend, dat hierboven het vermogensdeel is genoemd, heeft dezelfde betekenis als de waarde van de claim bij een emissie van nieuwe aandelen. De belegger, die inschrijft op een emissie van aandelen, maar die het recht van inschrijving mist, kan dit afzonderlijk kopen; bij een stockdividend koopt hij tevens de inschrijfsom, die reeds door de n.v. voor hem is gestort. Maar hij betaalt er meer voor dan deze inschrijfsom, omdat hij de waarde van het aandeel hoger in waarde acht dan die inschrijfsom. Hetgeen over de claimprijs in Hoofdstuk III is gezegd, geldt ook voor de prijs, die men voor het kapitaaldeel van het stockdividend wil betalen. Deze prijs is grotendeels de resultante van de verschillende schattingen over de toekomstige rendementswaarde van het aandeel. De verkoper doet van deze contante waarde van het toekomstige rendement afstand, omdat hij de contante opbrengst prefereert. Hij kan deze opbrengst-waarde direct verbruiken, maar neemt dan een voorschot op de toekomst: datgene wat nog inkomen moet worden, verteert hij ten onrechte reeds nu; hij teert dus in. Merkwaardig is hierbij, dat deze intering in omvang geringer wordt, wanneer de koersen der stockdividenten lager worden. Immers dan is de opbrengst van het kapitaaldeel van het stockdividend geringer en krijgt de aandeelhouder slechts een kleiner bedrag in handen om in te teren.

Blom¹ is van oordeel, dat de vertering als inkomen van de volledige verkoopopbrengst van het stockdividend macro-economisch gezien een ontsparring ten gevolge heeft. Voor zover de verkoopwaarde van het stockdividend de nominale waarde van het dividend overtreft, zou de vertering hiervan een ontsparring van de bij de kopers van het stockdividend gevormde besparing doen ontstaan. „Er is een groot „lek” tussen het bedrag der belegging zoekende middelen, die aan de kapitaalmarkt onttrokken worden, en het bedrag der middelen, die de stockdividenten gevende onderneming inhoudt. Dit „lek” kan, maatschappelijk gezien, een „ontsparring” van vrij groot belang tot gevolg hebben,” aldus concludeert Blom.

Blom legt hier een direct monetair verband tussen de investering van de ondernemer en de uiteindelijke besparing, die door de verkoper van het stockdividend zou dienen te geschieden. Dit

¹ F. W. C. Blom, Ondernemingsbesparingen, risicodragend kapitaal en de omvang der bedrijvigheid, Leiden 1949, blz. 18 e.v.

verband is echter niet aanwezig. Er is een investering bij de dividenden gevende onderneming, die deze financiert uit de aan aandeelhouders opgelegde beleggingsdwang bij de uitkering van het stockdividend. Wanneer de aandeelhouder uit deze beleggingsdwang wil ontsnappen door verkoop van het stockdividend, dan wekt hij slechts een beleggerssubstitutie¹ op. Als belegd vermogen heeft de investering van de stockdividend gevende onderneming een beleggingswaarde gekregen, dus betaalt de koper van het stockdividend aan de aandeelhouder de beleggingswaarde, zoals de beurs die waardeert. Van een verstoring van het evenwicht op de beleggingsmarkt kan hier geen sprake zijn. Wanneer de aandeelhouder de verkoopopbrengst van zijn stockdividend geheel als inkomen beschouwt, dan geschiedt maatschappelijk gezien hetzelfde als wanneer hij zonder meer een effect zou verkopen en interen: hij beëindigt zijn beleggersfunctie en substitueert die aan een ander. Die beleggerssubstitutie kan ontstaan uit „hetzij nieuwe spaargelden, hetzij oude liquide middelen, hetzij nieuw bankcrediet”². Alleen wanneer de beleggerssubstitutie uit nieuwe spaargelden tot stand komt, is tevens sprake van spaarderssubstitutie; dan is volgens Koopmans het behoud van het monetair evenwicht verzekerd.

Dit is een geheel andere voorstelling van zaken dan Blom geeft. Niet een *deel* van de verkoopopbrengst zal *steeds* ontsparing veroorzaken, maar het *gehele* verkoopbedrag zal *soms* hiertoe *aanleiding* geven, als men de opbrengst bij verkoop van een stockdividend geheel als inkomen beschouwt. Noch de leiding van de n.v., die het stockdividend betaalbaar heeft gesteld, noch de het stockdividend verkopende aandeelhouder zijn de directe oorzaak van een eventuele monetair evenwicht verstorende invloed.

Het keuze-dividend

De beurswaarde van het stockdividend is, zoals de handelsprijs van de claim en van ieder verhandelbaar effect, afhankelijk van vraag en aanbod. Aangezien voor de verkoper een deel van het stockdividend vergoeding van gederfd dividend is, dat hij als inkomen kan verteren, loopt hij het risico, dat hij bij een voor hem nadelige marktconstellatie van het hem als dividend toegedachte inkomen niet volledig zou kunnen genieten. Omdat de uitkering van stockdividenden alleen verantwoord is, als de

¹ J. G. Koopmans, *Rentevoet, monetair evenwicht en deblokking*, in *Weerspiegelde Gedachten*, Opstellen aangeboden aan Prof. Dr N. J. Polak, Haarlem 1948, blz. 88.

² *Ibid* blz. 89.

toekomstige dividendvooruitzichten gunstig zijn, behoort de kans hiertoe niet groot te zijn. Dit bij een verantwoorde uitkering van een stockdividend vrijwel alleen theoretisch denkbare risico is te ondervangen, doordat het dividend naar keuze van de aandeelhouder betaalbaar wordt gesteld, hetzij in contanten, hetzij in aandelen. Benadeling van de aandeelhouder, die zijn dividend als inkomen wenst te besteden, is dan uitgesloten. Bovendien geeft de leiding van de n.v. blijk, dat zij er van overtuigd is een verantwoorde politiek te voeren t.a.v. het stockdividend. Zij zal immers niet hopen of wensen, dat de aandeelhouders in groten getale hun dividend in contanten opnemen, want dan heeft deze wijze van dividenduitkering geen zin. Zij geeft aldus te kennen, dat zij het risico, dat aandeelhouders contanten boven aandelen opeisen, omdat de markt de aandelen beneden pari zou waarderen, niet aanwezig acht ¹. In feite is de keuze maar schijn, want ook de aandeelhouder, die het dividend als inkomen wenst te besteden, zal de uitkering in aandelen prefereren, om door verkoop van het stockdividend de „meerwaarde” daarvan te genieten, die het als kapitaal heeft. Voor bepaalde aandeelhouders, bv. voor buitenlanders, die t.a.v. de verkoop van het stockdividend in hun keuze door deviezenmaatregelen gediscrimineerd ² werden, is de keuze een correctiemaatregel; zij zouden de uitkering in contanten kunnen kiezen. Alleen voor aandeelhouders, die in een dergelijke situatie verkeren, is de keuze-regeling dus als een tegemoetkoming te zien.

Het goede gebruik van het stockdividend door de begunstigde aandeelhouder veronderstelt bij hem een discipline; hij dient bij de verkoop daarvan het onderscheid te maken tussen een inkomensdeel en een kapitaaldeel. Blom is kennelijk van mening, dat aandeelhouders de verkoopopbrengst van stockdividenden veel gemakkelijker geheel als inkomen beschouwen dan de verkoopopbrengst van een aandelenbonus bij herkapitalisatie of van een claim ³. Dit ligt wel voor de hand, want de verkoopopbrengst van bonus of claim is in hun geheel als kapitaal te be-

¹ Bij het van 3 October tot en met 31 December 1951 betaalbaar gestelde (door de dividendbeperkingsregeling) gereserveerde dividend op de gewone aandelen „A” Van den Bergh's & Jurgens Fabrieken N.V. was 40 % naar keuze inbaar in $4\frac{1}{2}$ % aflosbare cumulatief preferente aandelen of in contanten. Mede op aanraden van de leiding der n.v. is practisch door iedere aandeelhouder uitkering in contanten gekozen. Deze uitzondering op de regel is een gevolg van het ongunstige koersverloop bij de preferente aandelen in de periode tussen de noodzakelijke statutenwijziging en de betaalbaarstelling, waardoor de uitkering in contanten aantrekkelijker was geworden.

² Zie § 1.

³ Ibid blz. 20.

schouwen. Het komt bovendien bij uitzondering voor in het leven van een aandeel en is daardoor voor de aandeelhouder een opvallend verschijnsel, zodat hij zich eerder zal realiseren, wat de desbetreffende verkoopopbrengst in feite is. Het subtiële onderscheid in een inkomensdeel en een kapitaaldeel bij de verkoopopbrengst van een stockdividend, dat gewoonlijk geen groot bedrag is en dat de aandeelhouder moet maken op het moment dat hij inkomen verwacht, geeft inderdaad aanleiding om het vermogendeel dier opbrengst niet te zien.

Er zijn ook redenen, die doen veronderstellen, dat bij de uitkering van stockdividenden erop wordt gespeculeerd, dat de aandeelhouders aldus zullen reageren. Met een verhoudingsgewijs laag dividend, dat bovendien de n.v. geen contanten kost, wordt aan de aandeelhouders toch een behoorlijk „rendement” verschaft, dat zij zich tegen afgifte van het stockdividend kunnen kopen. Ook als wapen tegen de bereids opgeheven dividendstop kon het stockdividend worden gebruikt: door verkoop van het stockdividend verkreeg de aandeelhouder schijnbaar meer „inkomen” dan het beperkte dividend groot was.

Ten dele in contanten

Dikwijls gaat de uitkering van stockdividenden gepaard met een dividend in contanten. Het dividend wordt dan gesplitst in een deel, dat in contanten wordt uitgekeerd, en een deel, dat in aandelen betaalbaar is. Er wordt voor ieder deel van het dividend een afzonderlijk dividendbewijs aangewezen. Deze politiek van gedeeltelijke uitkering in contanten is ontstaan als een praktische oplossing om uitkering van stockdividenden niet onaantrekkelijk te maken voor aandeelhouders door de werking van de Wet op de Dividendbelasting. De dividendbelasting ad 15 % van het bruto dividend moet bij de uitbetaling van het dividend worden afgehouden. De n.v., die het dividend betaalbaar stelt, moet het totale bedrag van in te houden dividendbelasting aan de fiscus afdragen en moet dus zien de reeds ingehouden belasting van de aandeelhouder te ontvangen. Wanneer het gehele dividend in aandelen betaalbaar wordt gesteld, zal de n.v. van de aandeelhouder een bedrag moeten vorderen, gelijk aan 15 % van de nominale waarde van het stockdividend. Dit zou het stockdividend bij de aandeelhouders in discrediet brengen, want om het dividend in de vorm van aandelen te innen, zouden contanten moeten worden toebetaald. Bovendien brengt het vrij ingewikkelde fiscaaltechnische bezwaren met zich mede; de aandeelhouder moet een nota kunnen overleggen, waaruit blijkt, dat de 15 % dividendbelasting is ingehouden, wil hij deze belasting als aftrekbaar bij de inkomstenbelasting doen gelden. Daarom zal

in de practijk naast het stockdividend een dividend in contanten betaalbaar worden gesteld, dat minstens gelijk is aan $\frac{3}{17}$ e deel van de nominale waarde van het stockdividend, anders kan de dividendbelasting over het gehele dividend hieruit niet worden voldaan. Dit gebruik leidt er soms toe, om het contante deel van het dividend te doen groeien, als de resultaten een hoger dividend toelaten, vooral als de uitkering van stockdividenden een terugkerende jaarlijkse gewoonte is geworden. Men streeft dan naar de egalisatie van stockdividenden, waarbij aan aandeelhouders het boven de egalisatie uitgaande dividend in contanten wordt uitgekeerd. Hiermede komt men op het terrein van de politiek van het stockdividend, dat in de volgende paragrafen zal worden behandeld.

§ 4 STOCKDIVIDEND EN EXPANSIEFINANCIERING

De expansiefinanciering is één der belangrijkste beweegredenen, die de dividendpolitiek bij een n.v. bepaalt ¹. De omvang van de winstinhouding geschiedt grotendeels voordat tot vaststelling van het verdeelbare winstsaldo wordt overgegaan ², zodat dit saldo slechts een deel van de eigenlijke ondernemingswinst weergeeft. Het overige wordt geheime of stille reserve voor expansiedoelinden (of voor mogelijk te lijden verliezen). De werkelijke rentabiliteit van de expansieve investering is daardoor aan de contrôle van de buitenstaander onttrokken.

De drang naar expansiefinanciering is dikwijls nog niet tevreden gesteld met de geheime en stille reserveringen. Dikwijls komt het voor, dat van het gepubliceerde verdeelbare winstsaldo een niet onaanmerkelijk deel voor expansie wordt bestemd. Het is onmogelijk om deze bedragen op de te publiceren balans niet te verantwoorden. Zij zullen als open reserves geboekt moeten worden, al komt ook de mededeling voor, dat het bedrag aan de stille reserves zal worden toegevoegd. Maar het bedrag is bekend geworden. De leiding van de n.v. kan het in belang van de vennootschap oordelen, dat de gehele expansie door zelf-financiering niet volledig uit de balans wordt weggewerkt. Een versterking van de open reserves verhoogt mede het aanzien van de onderneming en wanneer de open reservering niet verder gaat dan naar verhouding van de te tonen toename der rentabiliteit, kan de leiding van de n.v. het verlengstuk van de expansiefinanciering door vorming van open reserves slechts welgevallig zijn.

¹ Zie Hoofdstuk IV, § 3.

² Vgl. A. C. M. van Keep, De Dividendpolitiek, Leiden 1950, blz. 56 en 57.

Nog meer kan de drang naar expansie zich doen gelden. Als de uitbreidingsfinanciering dit eist, zal de leiding niet schromen, om zelfs het aan aandeelhouders volgens de winstverdeling toekomende dividend aan te tasten, door het in aandelen betaalbaar te stellen. De winstuitkering kost dan geen liquide middelen¹; deze kunnen worden besteed aan expansie en de aandeelhouders worden verblijd met een stockdividend. Hiermede is de grens van de zelffinanciering meer dan bereikt: de gehele winst, opgelost in stille, in open reserves en in dividend, blijft in het bedrijf. Deze grens zal sinds de invoering van de vennootschapsbelasting sneller bereikt zijn dan onder het régime van de dividend- en tantiëmebelasting. De groei van de neiging, om tot uitkering van stockdividenden over te gaan, zal ongetwijfeld hiermede samenhangen. Is deze grens bereikt, dan is verder expansiefinanciering alleen mogelijk door het aantrekken van nieuwe middelen. Ter vervolliediging zij opgemerkt, dat dezelfde politiek van winsthouding ook kan geschieden ter aflossing van een anticipatiecrediet op lange of korte termijn verkregen; de winsthouding dient dan voor delging van schulden, aangegaan voor de reeds doorgevoerde expansie. De aflossing van schulden op deze wijze is de voltooiing der expansiefinanciering².

Wanneer stockdividenden worden uitgekeerd, is eigenlijk de grens van de zelffinanciering reeds overschreden. Door de uitkering van stockdividenden wordt immers de uitkeerbare winst getransformeerd in nieuw aandelenkapitaal. Het aantrekken van deze nieuwe middelen geschiedt door het inhouden van winsten; het is een afscheiden van middelen, waarop de leiding van de n.v. weer onmiddellijk beslag legt, door het in de aandelenvorm sterker dan op welke wijze ook aan de n.v. te binden. Als zodanig is het de uiterste consequentie van de zelffinanciering te achten.

Zelffinanciering in extremo

Waar toe kan deze consequentie leiden? Is het in extremo gerekenedeneerd mogelijk, dat jaar in jaar uit stockdividenden worden uitgekeerd? Ieder jaar wordt dan de aandeelhouders een nieuw papiertje geschonken, nl. het dividendbewijs, dat een deel van een aandeel vertegenwoordigt, maar inkomsten krijgen zij niet;

¹ Tantièmes worden hier buiten beschouwing gelaten. In veel mindere mate dan het dividend worden tantièmes in de vorm van aandelen voldaan. In de gevallen, dat het voorkomt, is het meestal een gevolg van een contractuele verplichting aan oprichters of belanghebbenden van de n.v.

² A. C. M. van Keep, *De Dividendpolitiek*, Leiden 1950, blz. 49; F. W. C. Blom, *Ondernemingsbesparingen, risicodragend kapitaal en de omvang der bedrijvigheid*, Leiden 1949, blz. 55.

die moeten zij dan maar met dat papiertje, stockdividend geheten, op de markt kopen. Nadat mogelijk de aandeelhouder door verwisseling in aandelen „Gemeenschappelijk Bezit” of in certificaten van aandelen practisch iedere invloed op het beleid is ontnomen, kan hem door uitkering van stockdividenden ook nog het recht op de winst, het hem toekomende overschot, worden ontnomen. En dit alles zou kunnen geschieden zonder protest van zijn kant, ja zelfs met zijn medewerking. Wat blijft er op deze manier over van de functie der aandeelhouders ener n.v., nadat zij éénmaal bij de oprichting als initieel kapitaalverschaffer zijn opgetreden? Zelffinanciering in extremo, d.w.z. met voortdurende regelmaat in de uitkering van stockdividenden, zou zelfs de nog resterende band tussen de aandeelhouder-belegger en de n.v., als bron van inkomen, volledig illusoir kunnen maken.

Deze redenering gaat te ver. Immers de waarde van het aandeel bestaat voor de belegger in de rendementswaarde, nu en in de toekomst gezien. Door de verhandelbaarheid van het aandeel verkrijgt het een prijs, de beurswaarde, die in zekere zin een objectivering van de subjectieve rendementswaarderingen is. Wanneer echter nu of in de toekomst niet op rendement kan worden gerekend, is de rendementswaarde nihil. Uitkering van stockdividenden geeft dan geen uitkomst, want ook deze stockdividenden zullen waardeloos zijn, omdat zij voor eventuele kopers delen van aandelen uitmaken.

Het idee, dat aandelen intrinsieke waarde vertegenwoordigen, welke gedachte nog wel eens opgeld doet, heeft alleen betekenis, in zoverre de intrinsieke waarde met de toekomstige rendementswaarde vereenzelvigd wordt. Wanneer een n.v. nooit een constant dividend uitkeert en men weet of vermoedt, dat dit in de toekomst ook nooit zal gebeuren, dan is er voor een aspirant koper, die nadenkt, geen intrinsieke waarde aan het aandeel verbonden. De intrinsieke waarde van de n.v. wordt door de volledige inhouding van alle overschotten intern gehouden en komt niet naar buiten tot uiting. De waarde der aandelen kan hiervan geen weergave meer zijn, want aandeelhouders zouden practisch nooit van die ingekapselde intrinsieke waarde kunnen genieten. Voor aandeelhouders heeft die intrinsieke waarde eerst dan betekenis, als ooit in rendement in contanten die waarde tot uiting komt.

De liquidatiewaarde der aandelen is economisch gezien bij een n.v. die alleen stockdividenden uitkeert, eveneens nihil. De voortdurende winstinhouding is het sterkste bewijs, dat continuïteit en geen liquidatie op het program staat. Liquidatiewaarde is dan een fictief-juridisch of fiscaal begrip en geen economische werkelijkheid.

Een tijdelijke politiek

Bovenstaande redenering in extremo is wel in een bewijs in absurdo ontaard, want een dergelijke situatie kan zich niet voordoen. De redenering bewijst alleen, dat aan iedere politiek van stockdividenduitkeringen eens een einde moet komen. De aandeelhouders, hoe lauw ook ten aanzien van het beleid der leiding en *n.v.*, zullen als „postcurrente crediteuren” toch op een gegeven moment in verzet treden tegen het ononderbroken uitkeren van stockdividenden. Zij zullen terecht wel eens het bewijs willen zien van de toegenomen overschotten, die de toename van het aandelenkapitaal door de stockdividenden doet vermoeden.

In principe is daarom de uitkering van stockdividenden steeds een tijdelijke politiek; zij kan op de duur de uitkering in contanten niet verdringen. Stockdividenden houden steeds de belofte in van contante dividenduitkeringen in de toekomst.

Aldus is aan de consequentie van zelffinanciering een grens gesteld. De leiding van de publieke *n.v.* kan het contact met de aandeelhouders en dus met de kapitaalmarkt niet verliezen; zij zal dit moeten handhaven. Hoe lang zij een politiek van uitkering van stockdividenden kan doorzetten, is een kwestie van beleid. De leiding zal er voor dienen te waken, dat stockdividenden bij de meerderheid der aandeelhouders met graagte worden geaccepteerd en dat deze stemming niet in een aversie overslaat. Een dergelijke aversie kan gevaren leveren voor achterdocht in het financiële beleid. Pers slot van rekening berust de financiële kracht en macht van iedere onderneming op vertrouwen, en dit vertrouwen kan nooit ongestraft geschaad worden.

Bij een besloten *n.v.* zal het stockdividend geen betekenis hebben als *ultima ratio* van de zelffinanciering. De betrokken aandeelhouders zullen een dergelijke winstuitkering niet op prijs stellen, omdat de omvang van het aandelenkapitaal voor hen geen betekenis heeft en hen alleen belasting kost zonder ontvangst van inkomen. De contante middelen kunnen veel beter zonder meer in het bedrijf worden gehouden door het dividend te passeren. Alleen wanneer er kopers van stockdividenden zijn te vinden, kan bij besloten *n.n.v.v.* het stockdividend zin krijgen. Dan zal het resultaat zijn, dat de besloten *n.v.* langzaam aan wordt omgezet in een open *n.v.*, want de kopers van de stockdividenden zullen nieuwe aandeelhouders worden. Of in een dergelijk geval een emissie van nieuwe aandelen te prefereren is boven de betaalbaarstelling van stockdividenden, is een vraag van de omvang der behoefte aan nieuwe kapitaalmiddelen bij de *n.v.* enerzijds, tegenover de omvang van het kapitaalaanbod anderzijds.

§ 5 STOCKDIVIDEND, LIQUIDITEIT EN RENTABILITEIT

Het ligt voor de hand om de aanleidende oorzaak voor de uitkering van een stockdividend allereerst te zoeken in de liquiditeitspositie van de n.v. Het directe resultaat van de uitgifte van stockdividenden is, dat gelden, die als verdeelbare winst anders voor uitgave bestemd waren, in het bedrijf blijven. Stockdividenden zullen dan tot uitkering komen, als de leiding van de n.v. denkt die versterking van de liquiditeit niet te kunnen missen.

Het begrip liquiditeit krijgt alleen inhoud, als het in een bepaalde tijdspanne wordt gezien; de verhouding tussen beschikbare middelen en opeisbare verplichtingen wordt pas concreet, als het tijdstip van beschikbaarheid en van de verplichte voldoening bekend zijn. Wanneer de liquiditeit van de n.v. zodanig is, dat er moeilijkheden dreigen voor de tijdige voldoening van een b.v. over twee dagen vervallende handelswissel, dan is de liquiditeitspositie penibel. Maar als de leiding van de n.v. grootse uitbreidingsplannen heeft, waarvan de uitwerking zodanig in plan is gezet, dat ook nog bv. over vier jaren betaaltermijnen vallen, terwijl slechts voor drie jaren de betaaltermijnen beschikbaar kunnen worden gemaakt, dan behoren de liquiditeitszorgen de leiding van de n.v. ook te drukken. Daarom is het voor buitenstaanders dikwijls moeilijk na te gaan, waarom tot uitkering van stockdividenden wordt overgegaan. Soms ligt de reden voor de hand, soms kan er in de gepubliceerde balanscijfers geen aanleiding voor worden gevonden, omdat de directe liquiditeit ogenschijnlijk ruim lijkt.

Aangezien de uitkering van stockdividenden nu eenmaal niet de meest normale wijze van dividenduitkering is, zal de leiding van een n.v. toch een speciale bedoeling met de toepassing van deze dividendmethode moeten hebben. Het zullen meestal wel overwegingen zijn, die met de liquiditeitspositie van de n.v. samenhangen, die tot de beslissing voeren, dat in de plaats van een normaal contant dividend een stockdividend betaalbaar zal worden gesteld. Toch is het niet noodzakelijk, dat alleen de liquiditeitseisen het gebruik van het stockdividend regelen. Ook de rentabiliteitssituatie van de onderneming kan soms een woordje meespreken, zoals wel zal blijken.

Illiquide positie

Men zou de vraag kunnen stellen, of het wel mogelijk is, dat een goed renderend bedrijf dat geen bijzondere expansieplannen heeft, in de noodzaak of in de situatie van wenselijkheid kan geraken, om ten laste van de jaarwinst stockdividenden uit te keren. Immers een rendabele onderneming produceert financiële

overschotten en heeft dus geen liquiditeitstekort. Wanneer zonder een bijzonder aanwijsbare reden de liquiditeitspositie bij een n.v. vermindert, zonder dat de winst daalt, dient men allereerst wantrouwig tegenover het gepubliceerde winstcijfer te staan. Het kan geheel of ten dele slechts een schijnwinst zijn, omdat bij de winstbepaling bv. niet voldoende rekening is gehouden met de gestegen vervangings- of reproductiewaarde ten gevolge van het gestegen prijsniveau.

Het is wel mogelijk, dat er een speciale reden is, die de verminderde liquiditeit van de n.v. kan verklaren, zonder dat er van het opvoeren van schijnwinst behoeft te worden gesproken. Wanneer tijdelijk leverancierscrediet, dat overigens als goed gedekt kan worden beschouwd, moest worden verleend, of wanneer de tijdige inkoop van grond- en hulpstoffen het wenselijk maakt om door vooruitbetaling tijdelijk afnemerscrediet te verlenen, dan zijn er aanwijsbare redenen voor de verminderde liquiditeit aanwezig, zonder dat het geproduceerde winstcijfer elementen van schijnwinst behoeft te bevatten. Men kan zich dan echter afvragen of deze tijdelijke illiquide positie verbeterd moet worden door de uitkering van stockdividenden, die een blijvende verhoging van het uitstaande kapitaal veroorzaken en redelijkerwijs een daaraan corresponderende blijvende verhoging van de winstuitkering doen veronderstellen¹. De tijdelijke illiquide positie kan op veel gezonder wijze worden overbrugd door een bankcrediet of een ander kortlopend crediet op te nemen.

Anders ligt de situatie, wanneer de verhoogde credietverlening aan afnemers of leveranciers van blijvende aard zal worden. Men kan dan spreken van een zekere structuurwijziging in de onderneming, die een blijvende financiering nodig maakt. De uitkering van stockdividenden kan dan een oplossing bieden, omdat het de gemakkelijkste methode of een voordeliger wijze van aantrekken van nieuwe blijvende middelen is dan bv. een emissie van nieuwe aandelen. De uitkering van stockdividenden is dan een uiting van expansiefinanciering „ex ante”. Het is een verkapte emissie, die door de molen van de winstverdeling wordt geleid².

Hetzelfde doet zich voor, wanneer door de uitkering van stockdividenden beoogd wordt de liquiditeit rechtstreeks te verbeteren, zoals een versterkte aflossing van langlopende verplichtingen (bv. obligatieleningen) of kortlopende schuld (bv. bankcrediet). Ook dit zijn aangelegenheden, die de feitelijke jaar-

¹ Zie § 2.

² Zie § 2; dit is het kenmerkend onderscheid tussen stockdividend en bonus.

winst niet raken, maar de omzetting van deze vreemde middelen in eigen vermogen door verhoging van het aandelenkapitaal, kan de rentabiliteit ten goede komen. Een uitkering van stockdividenden als bruikbaar middel ter verbetering van de financiering, dat zichzelf betaalt, kan bedrijfseconomisch gezien zeker gezond worden geacht.

Wanneer dergelijke financieringsredenen voor de uitkering van een stockdividend niet aanwezig zijn en alleen een aanwijsbare verslechtering der liquide positie hiervoor de aanleiding is, dient men een uitkering van stockdividenden zeer sceptisch te bezien. De vraag, of mogelijk in een dergelijk geval niet van uitkering van schijnwinst moet worden gesproken, is zeker op haar plaats. De neiging hiertoe zal in een tijdperk van inflatie dikwijls aanwezig zijn.

Uitkering van stockdividenden, die uit oogpunt van de toekomstige rentabiliteit niet geoorloofd zijn — en dit is bij schijnwinsten steeds het geval — zullen leiden tot verlaging van de toekomstige dividenden. In het voorgaande is er reeds op gewezen, dat dit geen juist gebruik van het stockdividend is¹, ook al werken fiscale opvattingen dit mogelijk in de hand.

Verkapte aandelenbonus

De scepsis tegenover stockdividenden, die het gevolg zijn van verminderde liquiditeit, behoeft niet steeds te leiden tot veroordeling van de gevolgde uitdelingspolitiek van de leiding der n.v. Het voorgespiegelde winstsaldo behoeft niet steeds voor een groter of kleiner deel uit schijnwinst te bestaan, waarvan de leiding der n.v. zich niet bewust is. Het kan immers voorkomen, dat de gepubliceerde verdeelbare winst opzettelijk hoger dan de reël aanwezige verdeelbare jaarwinst is gesteld, omdat de leiding van de n.v. haar politiek van geregelde dividenduitkering niet wil onderbreken. Er kan zelfs verlies zijn geleden, terwijl toch een verdeelbare winst wordt geproduceerd. Het is duidelijk, dat hiervoor vrije reserves aanwezig moeten zijn, maar desalniettemin is een dergelijke winstuitkering intoring van het vermogen. Wanneer de leiding van de n.v. de liquiditeitspositie niet verder wil aantasten, dan reeds door de minder goede gang van zaken is geschied, dan is het haar mogelijk, eveneens haar toevlucht te nemen tot uitkering van een stockdividend.

Als er geen winst is, kan er ook geen winstuitkering zijn. Gaat de leiding ener n.v. dan toch over tot uitkering van een stockdividend, dan is het in feite een uitkering van aandelen ten laste

¹ Zie § 2; A. C. M. van Keep, *De Dividendpolitiek*, Leiden 1950, blz. 88 e.v. ziet hierin kennelijk geen bezwaar.

van de reserves ¹, dus een aandelenbonus, ook al wordt deze aandelenbonus door de molen van de winstverdeling geleid ². Alle voorwaarden, die gesteld worden, doordat tot uitkering van bonusaandelen kan worden overgegaan, dienen ook gesteld te worden in het geval dat een stockdividend eigenlijk een aandelenbonus is. Met de voorwaarde, dat over het vergrote kapitaal in principe het dividendpercentage in de toekomst niet zal worden verlaagd, komt het bonusaandeel met het stockdividend overeen ³. Verder dient in de n.v. de situatie van onderkapitalisatie aanwezig te zijn, dus dat het rendabele vermogen het uitstaande aandelenkapitaal werkelijk overtreft. Het ontbreken van een echte verdeelbare jaarwinst moet wel iets toevalligs zijn, dat zich niet dikwijls zal herhalen, anders overtreft het rendabele vermogen op de duur niet meer het aandelenkapitaal. Bij een gezond stockdividend, dat ten laste van de werkelijk verdeelbare jaarwinst wordt uitgekeerd, is de eis van aanwezigheid van onderkapitalisatie minder stringent. Voorwaarde voor de uitkering van een stockdividend is immers steeds, dat de aandelen ter beurse boven pari noteren ⁴. Dikwijls zal er dan wel een situatie van onderkapitalisatie aanwezig zijn, — daar kan mogelijk de beurskoers reeds op wijzen — maar men kan bij de betaalbaarstelling van een gezond stockdividend ook profiteren van een bijzondere overschatting van de rentabiliteitswaarde, die in de beurskoers tot uitdrukking komt. Door de noodzaak van aanwezigheid van onderkapitalisatie, in het geval stockdividend in feite een aandelenbonus is, wil althans de uitkering verantwoord zijn, moet de toekomstige rentabiliteit ex ante zijn gericht, terwijl die van een echt of normaal stockdividend ook ex post aanwezig kan zijn.

Stockdividend bij lagere winst

Men kan eveneens van een gezond stockdividend spreken, wanneer er wel een verdeelbare winst is, die volgens alle daaraan te stellen bedrijfseconomische eisen uitdeelbaar is, en waarvan het aan aandeelhouders toekomende in aandelen wordt uitgekeerd, omdat de verdeelbare winst lager is, dan in voorgaande jaren.

¹ Wanneer de uitkering geschiedt ten laste van een z.g. dividendreserve of ten laste van een onverdeeld winstsaldo, zou men er over kunnen twisten, of hier gesproken moet worden van een schuldvermindering, — in welk geval het stockdividend een verkapte emissie zou zijn —, of van een uitkering van reserves, — in welk geval het een verkapte aandelenbonus zou zijn. Dit zijn overgangsvormen.

² Zie § 2, dit is het kenmerkend onderscheid tussen Stockdividend en Bonus.

³ Zie Hoofdstuk IV, § 3.

⁴ Zie § 4.

Hier kan men spreken van een reden om tot stockdividend-uitkering over te gaan, die op het terrein der rentabiliteit ligt en met de liquiditeitspositie niets te maken behoeft te hebben. De leiding van de n.v. voelt zich dan genoopt een lager dividend uit te keren, dan in voorafgaande jaren; zij ziet geen reden om de verdeelbare winst uit de reserves aan te vullen tot het normale peil. Toch wenst zij de stemming der beleggers t.o.v. de aandelen der n.v. niet te bederven. Zij zal er dan mogelijk toe overgaan het lagere dividend in aandelen uit te keren, omdat zij erop speculeert, dat de aandeelhouders, die hun stockdividenden verkopen, de opbrengst hiervan in haar geheel als inkomen zullen beschouwen¹. De leiding van de n.v. kan dit stockdividend alleen uitkeren, als de rentabiliteitssteruggang slechts tijdelijk zal zijn en zij meent spoedig weer naar de oude hogere dividendvoet te kunnen terugkeren. Als het rendement en dus het renderend vermogen van de n.v. blijvend lager zal worden, is het al spoedig twijfelachtig of de vergroting van het aandelenkapitaal, die door de uitkering van stockdividenden ontstaat, wel gewenst is. Deze moet immers in het toekomstige rendement haar rechtvaardiging vinden. Bovendien zal dan ook bij de beleggers-aandeelhouders het beoogde doel niet bereikt worden; de beurs zal ongetwijfeld op de lagere rentabiliteit reageren en dus ook de verkoopkoers der stockdividenden. Als een overbrugging van een korte lagere winstperiode kan een dergelijk stockdividend voor de onderneming wel eens succes hebben.

Stockdividend bij dividendbeperking

Men kan ook van een gezond stockdividend spreken, waarbij zich zelfs geen liquiditeits- of rentabiliteitsprobleem voordoet, wanneer het stockdividend ten gerieve van de aandeelhouders is uitgegeven, omdat de uitkering van een hoger dividend door maatregelen wordt beperkt, die buiten de onderneming zijn genomen. Van overheidswege is gedurende en na de oorlogsjaren aan de dividenduitkering een beperking opgelegd in de vorm van een exorbitante superdividendbelasting, in geval de leiding ener n.v. bepaalde normen bij de dividenduitkering te boven ging. Deze belasting had een prohibitieve werking. Het gevolg was dan ook, dat gesproken werd van een dividendstop. Om de hoge heffing te ontgaan was de leiding van de n.v. wel gedwongen een lager dividend uit te keren dan zij anders wenselijk zou hebben geacht.

Als middel om haar aandeelhouders te gerieven kan de leiding gegrepen hebben naar het stockdividend, maar ook deze tege-

¹ Zie over inkomen of interen bij aandeelhouders § 3.

moetkoming is een speculeren op het onjuiste inzicht bij de aandeelhouders van het wezen van een stockdividend. De uitkering van stockdividend als een ontduikingspoging van de dividendstop veroorzaakte, dat het streven van de overheid om de investering, die door de dividendverlaging bij de onderneming zou kunnen geschieden, intering ten gevolge had in de particuliere sfeer der aandeelhouders, die door beleggerssubstitutie moest worden hersteld.

Gezond en ongezond stockdividend

Een illiquide positie bij een n.v., die werkelijk rendabel is, wijst op expansie. Dat de uitkering van stockdividenen kan bijdragen om mede een expansiefinanciering te helpen verwezenlijken, is in de vorige paragraaf aangetoond. Uit het bovenstaande blijkt eveneens, dat de uitkering van stockdividenen bedrijfseconomisch gezien ook geoorloofd is, als er gesproken moet worden van omzetting van vreemde middelen in eigen middelen of van een verkapte bonusuitkering. In de overige gevallen is het gebruik van stockdividenen maar krap verdedigbaar of soms geheel af te keuren. De eisen, die bedrijfseconomisch gezien aan een gezonde politiek van stockdividenen moeten worden gesteld, zijn zoals is gebleken zeer hoog en de kans, dat de uitkering van stockdividenen bedrijfseconomisch niet geheel geoorloofd is, is groot. Het eist van de leiding van de n.v. een grote mate van zelfbeheersing, om een volledig verantwoorde politiek t.a.v. de uitkering van stockdividenen te voeren. Deze zelfbeheersing is op een extra zware proef gesteld, omdat het succes van het stockdividend in de practijk veelal berust op het gebrek aan zelfbeheersing bij de aandeelhouder-belegger, die niet voldoende onderscheid maakte tussen het dividenddeel en het kapitaaldeel van de verkoopopbrengst van een stockdividend¹. Ook voor de leiding van de n.v. was dan de verleiding groter om het niet zo nauw te nemen met de stricte toepassing der bedrijfseconomische regelen. Bovendien zal het deze leiding dikwijls nog niet geheel duidelijk zijn, hoe en wanneer het stockdividend als financieringsfiguur mag worden toegepast; de practijk hiervan is hier te lande nog zo jong en goede voorlichting is op dit punt schaars geweest. Men ziet het als een betrekkelijk eenvoudig hulpmiddel om liquiditeits- of rentabiliteitsstekorten te overbruggen, zodat niet voldoende doordacht tot een uitkering van stockdividenen wordt overgegaan.

Overigens zullen de consequenties en de nadelige gevolgen van een verwaarlozing der bedrijfseconomische regelen bij éénmaal

¹ Zie § 3.

uitkering van een stockdividend niet zo ernstig zijn, omdat het om betrekkelijk kleine bedragen gaat. Wie zal met zekerheid uitmaken, of bv. een stijging van 5 % van het uitstaande aandelenkapitaal, gezien in het licht van de toekomstige rentabiliteit, niet meer verantwoord is? Maar ergens ligt toch een grens voor de omvang van het uitstaande aandelenkapitaal. Men loopt meer kans deze grens van het bedrijfseconomisch toelaatbare te overschrijden met mogelijk grote nadelige gevolgen in de toekomst, als gedurende jaren voortdurend de uitkering van stockdividenden ongezonder moet worden genoemd.

§ 6 HET STOCKDIVIDEND BIJ HERHAALD GEBRUIK

Het maakt voor een onderneming een essentieel verschil, of liquiditeits- en rentabiliteitsspanningen slechts van tijdelijke aard zijn of dat deze situaties van langdurige of blijvende aard blijken te zijn. Dergelijke verschillen in situatie eisen meestal ook verschillende middelen om deze spanning op te lossen. Wanneer de omstandigheden zodanig zijn, dat de illiquide of onrendabele situatie naar verwachting slechts tijdelijk is, is het vrijwel zeker te achten, dat zij, al of niet door de leiding voorzien, in ieder geval niet door haar gewenst is. Ook een voortdurende status van onrentabiliteit zal haar zeker ongewenst voorkomen; uiteindelijk moet deze leiden tot noodlijdendheid.

Daarentegen is het wel mogelijk, dat de leiding van een n.v. voorzien heeft, dat de onderneming gedurende een langere periode minder rendabel of minder liquide zal zijn. Zij kan deze spanningen zelfs bewust kiezen, omdat zij meent deze te kunnen dragen in de overtuiging, dat de situatie zal leiden naar een betere toekomst. Bij een min of meer volledige technische omschakeling of bij een sterke expansie van het bedrijf kunnen deze situaties zich voordoen. Het behoort typisch tot de ondernemersfunctie om doordacht deze risico's te nemen en om ze te overwinnen. Ongetwijfeld zal de leiding van de n.v. erop uit zijn de optredende spanningen zo klein mogelijk te doen zijn en hierbij kan zij ook het stockdividend als middel kiezen. Dit is uit de voorafgaande paragraaf wel gebleken.

De spanningen van meer langdurige aard geven ook aan het gebruik van het stockdividend een ander karakter. Bothwell maakt het onderscheid tussen twee soorten stockdividenden, het „extraordinary” en het „periodic” stockdividend¹. Onder het eerstgenoemde rekent hij volgens het Amerikaanse begrip van

¹ J. C. Bothwell Jr. Periodic Stockdividends, in Harvard Business Review, Vol. XXVIII, 1950, p. 89—100.

stockdividend ook de aandelenbonusuitkering. De onderscheiding eist voor ons land een andere woordkeuze voor het tweede begrip, omdat men moeilijk van een periodiek stockdividend kan spreken, wanneer de meest gebruikelijke periode tussen twee dividenden een vol boekjaar is. In het spraakgebruik verstaat men onder een periode gewoonlijk een kortere termijn dan een jaar. Daarom is het beter te spreken enerzijds van een toevallig of exceptioneel gebruik van het stockdividend en anderzijds van een herhaald gebruik van het stockdividend.

Verkapte bonusuitkering in dubbele betekenis

Of slechts een enkele maal van het stockdividend als middel tot winstuitkering gebruik wordt gemaakt, of dat gedurende een reeks van jaren stockdividenden worden uitgekeerd, maakt op zichzelf geen verschil t.a.v. de voorwaarden, die voor een goed gebruik van deze financieringsfiguur moeten worden gesteld. Ontbreekt de rentabiliteit, m.a.w. is er geen verdeelbare winst, dan is ook de uitkering van een stockdividend als zodanig niet verantwoord. Er is in het voorgaande wel op gewezen, dat in een dergelijke situatie een stockdividend als verkapte bonusuitkering ten laste van de reserves soms mogelijk is, mits de onrendabele situatie slechts tijdelijk optreedt. Maar het is niet verantwoord, om bij een voortdurend ontbreken van een voldoende verdeelbare winst door te gaan met de uitkering van verkapte bonusaandelen, die door de molen van de winstverdeling worden getransformeerd tot stockdividenden. De vereiste toekomstige rentabiliteit is dan gewoonlijk niet aanwezig te achten.

Het is een andere situatie, wanneer er wel van een rendabel bedrijf gesproken kan worden, dat werkelijk reële winst maakt, maar men een hoger bedrag in aandelen uitkeert, dan de jaarwinst toelaat. Ook dan wordt er vanuit de reserves naar het verdeelbare saldo overgeboekt en moet dus het stockdividend minstens ten dele als bonusuitkering worden beschouwd. Dit kan zich voordoen, wanneer de financiële structuur van een n.v. een sterke onderkapitalisatie vertoont, die men gaarne meer zag aangepast aan het werkelijk vermogen. De voor de hand liggende oplossing om tot uitkering van een aandelenbonus over te gaan wordt verhinderd door de fiscale opvatting, die een dergelijke bonus als winstuitdeling opvat ¹. Aandeelhouders appreciëren het niet om belasting te moeten betalen, terwille van de wenselijkheid voor de n.v. om onderkapitalisatie weg te werken, teneinde b.v. een nieuwe emissie van aandelen voor te bereiden. Juist als het van speciaal belang wordt dat de leiding van de n.v. haar

¹ Zie Hoofdstuk IV, § 5.

aandeelhouders gunstig moet stemmen, zou zij deze afstoten. Een jarenlang regelmatige uitkering van stockdividenden kan hier een oplossing bieden, maar dan moet de leiding van de n.v. ook een financieringspolitiek op lange termijn voeren. Het ligt voor de hand te veronderstellen, dat een dergelijke politiek samen zal gaan met een politiek van zelffinanciering. Men kan dan spreken van stockdividenden als verkapte aandelenbonus in dubbele zin: niet alleen is de bonus vermomd in de vorm van stockdividend, maar bovendien is de bonusuitkering in stukken gekapt en over meerdere jaren verdeeld.

Gezien de neiging van aandeelhouders om bij stockdividenden kapitaalopbrengst en dividendopbrengst niet zuiver te scheiden en, voor zover zij dit onderscheid wel maken, de geneigdheid om de belastingplicht, over meerdere jaren verdeeld, lichter te dragen omdat ze dan minder drukt, zal een reeks van stockdividenden door aandeelhouders vriendelijker worden ontvangen, dan de uitkering van een aandelenbonus van flinke omvang. Het gebrek aan scheiding van de begrippen stockdividenden en bonusaandelen, die bij de fiscale opvatting opgeld doet, leidt ertoe, dat het inderdaad theoretisch zuiver als inkomen belasten van het stockdividend, fiscaal gezien ook aandelenbonus geheten, het zuiver gebruik van het bonusaandeel teniet doet en vervangt door de vorm van het stockdividend.

Een hoog stockdividend

Om de gewenste aanpassing van het uitstaande aandelenkapitaal aan het renderend vermogen door middel van stockdividenden-uitgifte in een niet al te groot aantal jaren te verkrijgen, zal de leiding van de n.v. ertoe geneigd zijn een hoger dividend in aandelen betaalbaar te stellen, dan zij in contanten zou hebben gedaan. Gezien haar politiek van zelffinanciering kan zij dit rustig doen, omdat immers de uitkering van stockdividenden de uiterste consequentie van deze politiek is¹. Voor het resultaat van haar zelffinanciering maakt het geen verschil, of de ingehouden winsten als stille reserve of als aandelenkapitaal worden geboekt; de bereikte vermogensvermeerdering blijft hetzelfde en het is juist de bedoeling een verhoging van het aandelenkapitaal te bereiken.

Bovendien wordt door een aanhoudend vrij hoog dividend in aandelen het beoogde doel sneller bereikt, want omdat het stockdividend ieder jaar over een met hetzelfde percentage verhoogd aandelenkapitaal wordt uitgekeerd, neemt het uitstaande aandelenkapitaal in dezelfde mate toe als een geldsom, die op samengestelde interest wordt uitgezet. Wanneer het uitstaande

¹ Zie § 4.

aandelenkapitaal K groot is en ieder jaar bv. een stockdividend van 10 % wordt uitgekeerd, dan is na 4 jaren van stockdividend-uitkering het kapitaal aangegroeid tot $\left(\frac{110}{100}\right)^4 K$, d.i. ruim 146 % van K , dus ongeveer gelijk aan het resultaat van een bonusuitkering van 50 %. Na 7 jaren van 10 % stockdividend is K aangegroeid tot bijna 195 % K , dus bijna verdubbeld. Bij een regelmatig jaarlijks stockdividend van 5 % moet men er 15 jaar over doen om het uitstaande kapitaal te verdubbelen. Wanneer op deze wijze het stockdividend de zelffinanciering gedurende een aantal jaren heeft gediend, kan tevens het resultaat bereikt zijn van een betere aanpassing tussen vermogen en aandelenkapitaal, waardoor mogelijk het plaatsen van nieuwe aandelen kan zijn vergemakkelijkt. Deze vergemakkelijking zal meer bestaan in vermindering van de discrepantie tussen de mogelijke koers van uitgifte en de werkelijke waarde der nieuwe aandelen, waardoor de n.v. minder verlies van agio verkrijgt. Dat de plaatsing dan veel gemakkelijker zou zijn, omdat de emissiekoers en dus het te besteden bedrag geringer zou zijn, is geen doorslaggevend argument. Door uitgifte van kleinere aandelencoupons is dit laatste bezwaar misschien beter op te vangen.¹

Verkapte emissie of verkapte aandelenbonus

Er zijn in de jaren na 1945 verschillende voorbeelden aan te wijzen van n.n.v.v., die vrij regelmatig jaarlijks stockdividen den hebben uitgekeerd, gevolgd of onderbroken door emissies van aandelen². De vraag, die zich hierbij voordoet is, of men deze regelmaat in stockdividenduitkering moet beschouwen als een verkapte bonusuitkering of als een verkapte emissie. Deze onderscheiding is in theorie wel op te stellen, maar het is te betwijfelen, of zij in de praktijk is terug te vinden. Expansieplannen zal men in theorie ook graag geheel in zelffinanciering willen doorvoeren, maar de eisen der concurrentie, de technische of economische ontwikkeling, of mogelijk andere factoren zullen dikwijls de leiding ertoe dwingen de expansie te versnellen en haar noodzaken, nieuw kapitaal aan te trekken. Zo is het mogelijk, dat de oorspronkelijk beoogde idee van versterking der liquiditeit voor

¹ In kringen van effectenhandelaren is men dikwijls geen voorstander van het op grote schaal invoeren van kleine coupons. Het gebruik hiervan wordt van deze zijde slechts weinig of niet bevorderd, waardoor meestal emissie en stockdividend de enige oplossing voor het goedkoper maken van het „zware” aandeel is geworden, nu de fiscale opvattingen een redelijke aandelenbonuspolitiek verhinderen. De Kon. Ned. Petroleum Mij. en Philips' Gloeilampenfabrieken hebben onlangs aandelen coupons van nominaal f 50.— ingevoerd.

² Zie hierover nader bij § 7 en Bijlage II.

expansieplannen, — dus van verkapte emissie — op den duur overheerst wordt door de idee om een kapitaalverwatering te verkrijgen, — dus van verkapte bonusuitkering — teneinde deze door een echte emissie van nieuwe aandelen te doen volgen.

Dit ineenlopen van bedoelingen, die in de practijk mogelijk niet te onderscheiden zijn en dus als zeer subtiel kunnen worden beschouwd, mag toch niet verhinderen het verschil tussen het gebruik van het stockdividend als verkapte emissie van aandelen en als verkapte aandelenbonus zuiver te stellen. Het herhaald uitkeren van stockdividenden als verkapte bonusaandelen veronderstelt een reeds in het bestaande vermogen aanwezige grotere toekomstige rentabiliteit, dan in de winstuitkering tot uitdrukking komt. Verhoging van het stockdividend dient in te houden, dat later, wanneer de periode van regelmatige stockdividenden is beëindigd, het contante dividend op het verhoogde niveau zal worden voortgezet. Het regelmatig uitkeren van stockdividenden als verkapte emissie veronderstelt bij de leiding van de n.v. de verwachting van een toekomstig rendement op het nieuwe vermogen. De hoogte van het stockdividend zal dan meer voorzichtig bepaald moeten worden, want het nieuwe vermogen moet zijn rentabiliteit nog bewijzen.

Het herhaalde gebruik van een stockdividend zal in feite dikwijls geen uitkering van echte stockdividenden inhouden. Wanneer fiscale opvattingen verhoging van het aandelenkapitaal door een royale openlijke bonusuitkering niet tegenwerkten en wanneer de kapitaalmarkt meer aanbod van z.g. risicodragend kapitaal vertoonde, zodat een goed voorbereide openlijke emissie meer kans van slagen bood, zou er ongetwijfeld veel minder herhaald gebruik zijn gemaakt van stockdividenden. Dit herhaald gebruik wijst op een rem in het gebruik van meer normale middelen om het aandelenkapitaal te verhogen; het is dikwijls een uitwijkingspoging.

De na-oorlogse inflatie zal mede een reden zijn geweest, om gemakkelijker tot uitkering van stockdividenden te besluiten. Om na een periode van geldontwaarding verkapte aandelenbonussen te kunnen uitkeren moet uiteraard aan dezelfde bedrijfseconomische eisen worden voldaan, als bij de openlijke uitkering van een aandelenbonus. In § 4 van Hoofdstuk IV is dit uitvoerig betoogd. Toch zal een beleidzaam bestuur, dat ten aanzien van de uitkering van een aandelenbonus na of onder een periode van inflatie zeer voorzichtig zal handelen, gemakkelijker er toe overgaan om een stockdividend betaalbaar te stellen. Men meent dan, ook al zijn mogelijk de gevolgen van de inflatie ten aanzien van vermogen, winst en aandelenkapitaal nog niet ten volle te overzien, toch gerechtigd te zijn, stockdividenden zelfs

bij herhaling uit te keren. De leiding van de n.v. moet dan wel de stevige overtuiging hebben, dat er tussen aandelenkapitaal en vermogen kennelijk een blijvende discrepantie is ontstaan. De spanningen en de gecompliceerde verhouding tussen vermogen en aandelenkapitaal kunnen inderdaad reeds voor een deel door stockdividenden worden opgeheven. De kapitaalverwatering is bij niet te hoge stockdividenden geringer dan bij een grote aandelenbonus, zodat de gevolgen, die ten aanzien van verhoudingen tussen vermogen en kapitaal en winstuitkering behoren op te treden, ook meer beperkt zijn. Bovendien kan jaarlijks opnieuw bezien worden, of de vrij geringe verhoging van het aandelenkapitaal door het stockdividend wenselijk is. Ook hier geldt weer, dat een voorzichtig beleid het juiste gebruik moet bepalen. Of dit in de werkelijkheid ook steeds is geschied, zal naar buiten eerst later blijken. Vooral als voornamenlijk de liquiditeitspositie het besluit om stockdividenden uit te keren, heeft beïnvloed en van een verkapte emissie geen sprake is, kan voor enige scepsis te dien aanzien wel reden zijn.

Liquiditeitsverbetering

Er is onder de in de vorige § uiteengezette wijze van gebruik van het stockdividend één, die in aanmerking komt voor herhaald gebruik, waarbij niet van een uitwijkingspoging kan worden gesproken. Als het stockdividend dient om de liquiditeit rechtstreeks te verbeteren door aflossing van kortlopende of langlopende schuld¹, dan kan men spreken van een onvervalst en gezond stockdividend. Bij herhaald gebruik hiervan kan men van een gezonde financieringsfiguur spreken, mits de rentabiliteit door de schuldaflossing wordt verhoogd. Dit kan het geval zijn, al zal de fiscus behoorlijk in deze verhoogde rentabiliteit mededelen. Voor aandeelhouders is een dergelijk gebruik van het stockdividend dan ook aantrekkelijk te achten. Of dit onvervalst gebruik van het herhaald stockdividend zich dikwijls zal voordoen, is moeilijk te constateren. Het zou wijzen op een noodzakelijke liquiditeitssanering, die bij een gezonde n.v. het gevolg is van een niet te grote overexpansie, die de leiding gemeend heeft te kunnen dragen. Het is dan een uiting van expansiefinanciering „ex ante”, die in wezen weer spoedig kan overgaan in een expansiefinanciering „ex post”. Dat ligt nu eenmaal in de aard van de moderne onderneming.

¹ Zie § 5.

De aanloopperiode

Men zou het dividend, dat de Rubber Cultuur Mij „Amsterdam” in 1930 betaalbaar stelde, nl. 10 % in aandelen of in contanten naar keuze, het eerste stockdividend kunnen noemen, dat hier te lande bij de officieel genoteerde fondsen voorkomt. Zoals reeds is opgemerkt ¹, heeft het lang geduurd, voordat het woord stockdividend als onderscheiden begrip in het spraakgebruik is opgenomen. Deze term komt pas in zwang als het stockdividend zelf meer tot uitkering komt.

Wanneer de bezetting van het moederland door de Duitse strijdkrachten in 1940 heeft plaatsgevonden, gaan enige n.n.v.v., die hun bedrijf in de overzeese gewesten uitoefenen, over tot het uitkeren van stockdividenden. De Electriciteits Mij A.N.I.E.M. keert in 1940 op haar preferente en gewone aandelen 10 % in aandelen uit; in 1941 stellen Linde Teves N.V. 10 % en de Bandar Rubber Cultuur Mij 5 % naar keuze in aandelen of contanten betaalbaar. De Electromotorenfabriek „Dordt”, die in 1940 aanmerkelijke oorlogsschade had geleden, komt in 1941 over het voorafgaande boekjaar met een stockdividend van 10 %. Het is duidelijk, dat liquiditeitsoverwegingen, die samenhangen met transfer-onmogelijkheden door afsluiting van het werkterrein of met herstel van oorlogsrampen, de redenen waren om tot de uitkering van een stockdividend over te gaan. Dat er bij de leiding dezer n.n.v.v. een zeker optimisme over de toekomst moet hebben bestaan, ligt ook voor de hand. Hun voorbeeld is nog door enige n.n.v.v. gevolgd, wier aandelen niet officieel zijn genoteerd. De bezetting van Nederlands Oost-Indië door Japan heeft aan de uitkering van stockdividenden door aldaar werkende n.n.v.v. definitief een eind gemaakt.

Verzamelddividenden

Na de oorlog, als binnenlandse ondernemingen van de „Verwalter” zijn verlost en als de verbindingen weer zijn hersteld, zodat de n.n.v.v., wier zetel in 1940 nog tijdig is verplaatst, verslag gaan uitbrengen over de oorlogsjaren, komen er verschillende winstuitkeringen in aandelen los. Bij de n.n.v.v., wier aandelen ter beurse zijn genoteerd, zijn het de volgende:

in 1946:

Lever Bros & Unilever N.V. keerde over 1940—1943 $22\frac{1}{2}$ % en over 1944 4.45 % uit, waarvan 20 % in 4 % aflosbare cumulatief preferente aandelen en 6.95 % in contanten;

¹ Zie hiervoor bij § 1.

de Dordtsche Petroleum-Industrie Mij N.V. keerde over 1946 op haar preferente en gewone aandelen 20 % in preferente en gewone aandelen en $10\frac{1}{2}$ % in contanten uit, terwijl over de boekjaren 1940—1945 het dividend werd gepasseerd;

de N.V. Koninklijke Petroleum Mij keerde over 1944 20 % in aandelen en 5 % in contanten uit, nadat het dividend over de boekjaren 1940—1943 was gepasseerd.

in 1947:

De Nederlandsche Dok Mij N.V. keerde over 1944 t/m 1946 15 % in aandelen uit;

de Nederlandsche Ford Automobielen Fabriek N.V. keerde over 1946 20 % in aandelen en 4 % in contanten uit, na over 1942—1945 het dividend te hebben gepasseerd;

de Curacaosche Handel Mij N.V. passeerde over 1939—1944 het dividend en keerde over 1945 20 % in aandelen en 8 % in contanten uit;

de N.V. Nederlandsch-Amerikaansche Stoomvaart Mij „Holland-Amerika-Lijn” keerde over de jaren 1940—1946 25 % in aandelen en 10 % in contanten uit;

de N.V. Hollandsche Stoomboot Mij keerde over 1944 10 % in aandelen en 5 % in contanten uit, na over de jaren 1940—1943 het dividend te hebben gepasseerd;

de Koninklijke Java China Paketvaart Lijnen N.V. keerde over de jaren 1940—1942 $16\frac{2}{3}$ % in aandelen uit en passeerde het dividend over 1943—1945. Tegelijkertijd werd het dividend over 1946 van 7 % in contanten betaalbaar gesteld;

de Koninklijke Nederlandsche Stoomboot Mij N.V. keerde over 1940—1945 20 % in gewone aandelen en 10 % in contanten uit;

de N.V. Koninklijke Paketvaart Mij keerde over 1941—1945 resp. 8, 0, 3, 3 en 0 % uit, d.i. totaal 14 %, waarvan 10 % in aandelen en 4 % in contanten;

de Koninklijke Rotterdamsche Lloyd N.V. keerde over 1940—1944 $16\frac{2}{3}$ % in aandelen en $3\frac{1}{3}$ % in contanten uit en passeerde over 1945 het dividend;

de N.V. Mij Zeevaart keerde over 1940—1944 20 % in aandelen en 7 % in contanten uit; men stelde tevens vast dat het dividend over 1945 werd gepasseerd;

de N.V. Nederlandsche Scheepvaart Unie passeerde over 1940—1945 het dividend, maar keerde over 1946 18.18 % in aandelen en 9.02 % in contanten uit;

de N.V. Stoomvaart Mij Nederland stelde over 1940—1944 en 1946 25 % in aandelen en 12 % in contanten betaalbaar, maar over 1945 werd het dividend gepasseerd;

de Vereenigde Nederlandsche Scheepvaart Mij¹ keerde over 1940—1945 33 % in aandelen uit, tegelijk met 8 % in contanten over 1946;

Wm. H. Müller & Co. C.V. keerde tegelijkertijd over 1940—1945 resp. 3, 3, 3, 0, 3 en 3 %, dit is totaal 15 % in aandelen en over 1939 en 1946, resp. 6 en 6 %, dit is totaal 12 % in contanten uit.

in 1948:

de Nederlandsche Handel-Mij N.V. passeerde over 1939 t/m 1945 het dividend, maar keerde over 1946 20 % in aandelen en 4 % in contanten uit;

¹ De aandelen dezer n.v. zijn niet genoteerd, maar zijn in het bezit van een aantal scheepvaart-ondernemingen, wier aandelen ter beurse worden verhandeld.

de N.V. Billiton Mij keerde over 1940—1946 op de aandelen Rubriek II 20 % in aandelen en 3.53 % (gelijk aan de dividendbelasting) in contanten uit. Op de aandelen Rubriek I werd het volgens de winstverdeling meer toekomende in contanten betaalbaar gesteld;

de N.V. Handel Mij Europa-Azië keerde over 1939, 1940 en 1946 in totaal 10 % in aandelen en 5 % in contanten uit;

het Technisch Bureau Geveke & Co N.V. keerde over 1941 in 1942 5 % uit, maar zij passeerde het dividend over 1942—1945. Over 1940, 1946 en 1947 keerde zij $33\frac{1}{3}$ % in aandelen en 15 % in contanten uit.

in 1949:

de N.V. Droogdokmij „Soerabaja” passeerde het dividend over de jaren 1942 t/m 1945, maar keerde over 1941 en 1946 gezamenlijk 10 % in aandelen uit, tegelijk met 8 % in contanten over 1947;

de N.V. Deli Courant passeerde het dividend over de jaren 1939—1946, maar keerde over 1947 10 % in contanten en over 1948 15 % in aandelen en 5 % in contanten uit.

in 1950:

de N.V. Machinefabriek Braat te Soerabaja (later Amsterdam) keerde over de boekjaren 1941/45, 1945/46, 1947 en 1948 resp. $20\frac{1}{3}$, 7, 16 en 18 %, d.i. totaal $61\frac{1}{3}$ % uit, waarvan $33\frac{1}{3}$ % in aandelen en 28 % in contanten.

Bijna steeds wordt een gedeelte van het opgelopen dividend in contanten betaalbaar gesteld, opdat hieruit minstens de dividendbelasting kan worden voldaan en dikwijls ook (een gedeelte van) de inkomstenbelasting. Over een enkel boekjaar gezien zijn deze uitkeringen gewoonlijk niet hoog geweest, maar als gezamenlijk dividend over vele boekjaren krijgen zij dikwijls een omvang van een niet onaanzienlijke aandelenbonus. Toch moet men hier ongetwijfeld spreken van stockdividenden. Soms werd het stockdividend ten laste van één boekjaar gebracht, terwijl het dividend over de eigenlijke oorlogsjaren werd gepasseerd; soms, zoals bij scheepvaartondernemingen, is het eerste na-oorlogse boekjaar dividendloos. In al deze gevallen is nl. over de verschillende oorlogsjaren en dikwijls, bv. bij ondernemingen, die in Indonesië werkzaam zijn, over de eerste na-oorlogse jaren gelijktijdig verslag uitgebracht. Men kan dus zeggen, dat deze uitkeringen bedoeld waren als één verzamelddividend over vele jaren, waarover noodgedwongen verlaat verslag werd uitgebracht.

Gelijksoortig aan de hierboven genoemde verzamelddividenden zijn die dividenduitkeringen, die gewoonlijk op twee opeenvolgende na-oorlogse boekjaren betrekking hebben. Politieke moeilijkheden (vooral in Indonesië) of fiscale onzekerheden over de bijzondere na-oorlogse heffingen, waren redenen tot verlate verslaggeving.

In de volgende gevallen resulteerden deze tweede groep van verzamelddividenden tot stockdividend:

in 1948:

N.V. Vereenigde Blikfabrieken keerde over de boekjaren 1946 en 1947 10 % in certificaten van aandelen en $3\frac{1}{2}$ % in contanten uit¹;
J. P. Wijers' Industrie en Handelsonderneming N.V. keerde over de boekjaren 1945/1946 en 1946/47 in totaal 10 % in aandelen en 2 % in contanten uit.

in 1949:

N.V. Scheepswerf- en Machinehandel „Holland” keerde over 1947/1948 en 1948/1949 10 % in aandelen en 8 % in contanten uit;
N.V. Nieuwe Afrikaansche Handelsvennootschap keerde op haar uitstaande gewone aandelen en cumulatief preferente winstdelende aandelen $12\frac{1}{2}$ % dividend in gewone aandelen, plus $3\frac{1}{2}$ %, resp. $5\frac{1}{2}$ % in contanten op de gewone, resp. de preferente aandelen uit ten laste van de boekjaren 1946/1947 en 1947/1948;
N.V. Koninklijke Paketvaart Mij keerde over de boekjaren 1947 en 1948 een dividend uit van $9\frac{1}{11}$ % in aandelen en $7\frac{10}{11}$ % in contanten.

in 1950:

N.V. Industriële Mij „Palembang” keerde over 1948 een dividend uit van $12\frac{1}{2}$ % in aandelen en 5 % in contanten.

in 1951:

N.V. Koninklijke Nederlandsche Vliegtuigenfabriek Fokker keerde op de gewone aandelen 10 % dividend uit, waarvan ten laste van het boekjaar 1947 5 % in aandelen en ten laste van de boekjaren 1949 en 1950 ieder $2\frac{1}{2}$ % in contanten.

Het ligt voor de hand om de reden van de verzamelde stockdividenduitkeringen opnieuw te zoeken in de liquiditeitssituatie der verschillende ondernemingen. De in de loop van een termijn dikwijls langer dan een lustrum verdiende winsten hadden uiteraard een besteding in het bedrijf gevonden. Zo rustig waren de oorlogs- en na-oorlogse jaren niet, dat de leiding regelmatig liquide middelen kon achterhouden, bestemd voor dividend-

¹ Hierbij werden voor het eerst certificaten van aandelen dezer onderneming geïntroduceerd. Met deze niet-royeerbare certificaten werd op aandrang van de overheid het veiligstellen van het Nederlands karakter der Ver. Blikfabrieken beoogd. Meestal wordt met de invoering van certificaten van aandelen begonnen, als het fonds ter beurse wordt geïntroduceerd of bij een emissie van nieuwe aandelen. Hier had de betaalbaarstelling van stockdividenden als nevendoeel, de invloed van aandeelhouders op het beleid uit te schakelen. Succes zal dit nevendoeel niet hebben, als het niet gevolgd wordt door een emissie van nieuwe certificaten van aandelen, want door een stockdividend van 10 % in certificaten van aandelen kan het Administratiekantoor niet meer dan $\frac{1}{11}$ deel van het aandelenkapitaal administreren. Een emissie van certificaten van aandelen is dan ook spoedig gevolgd. Het oorspronkelijke dividend voorstel behelsde, dat om het stockdividend te verkrijgen de aandeelhouder genoodzaakt zou zijn, zijn aandeel in een certificaat om te wisselen. De Vereniging voor de Effectenhandel verzette zich met succes tegen dit voorstel. Zie Het Financieele Dagblad van 23, 26 en 30 November 1948.

uitkering. De later opgestelde winsten waren geen overschotten meer, toen het verslag werd uitgebracht, maar reeds lang in het bedrijf opgenomen vermogen. Het waren verzamelde dividenden, die niet meer in contanten aanwezig waren. Formeel en qua bedoeling waren het winstuitkeringen, dus stockdividenden. Maar in feite kan aan deze uitzonderlijke dividenduitkeringen minstens voor een deel het karakter van uitkeringen „ex-post” niet worden ontzegd, zodat zij voor de ondernemingen het karakter van bonus-aandelen hebben gehad. Zij hebben gediend om een oplossing te geven voor een uitzonderlijke situatie.

Een verzameldividend in aandelen van een afwijkend karakter is de uitkering van 20 % in gewone aandelen en 4,4 % in contanten op de preferente aandelen Vereenigde Chemische Fabrieken (later Albatros Superfosfaat Fabrieken geheten) in 1947. Het betrof de voldoening van achterstallig cumulatief dividend op deze preferente aandelen uit de winst van het boekjaar 1945/46. De leiding van deze n.v. moet wel zeer sterk overtuigd zijn geweest van een blijvende verbetering van de rentabiliteit van haar onderneming, dat zij het niet onomvangrijke achterstallige dividend in gewone aandelen durfde uit te keren. Ongetwijfeld zullen hierbij de plannen, die spoedig na deze dividenduitkering zijn verwezenlijkt, deze wijze van uitkering van achterstallige dividenden hebben beïnvloed, nl. de financiële reorganisatie, waarbij de preferente aandeelhouders een voordelig aanbod tot omwisseling in gewone aandelen is gedaan ter voorbereiding van — en gevolgd door emissies van aandelen. Het stockdividend diende dus voor de financiering van de enorme expansie, die dit bedrijf na de tweede wereldoorlog heeft genomen. Tot nu toe is de optimistische verwachting, die in 1947 uit de uitkering van aandelen als achterstallig dividend sprak, niet beschaamd geworden.

Recapitulerend kan gezegd worden, dat onder de ter beurze genoteerde aandelen het verschijnsel van stockdividend als verzameldividend, dat zijn oorzaak vindt in bijzondere omstandigheden, die tijdige verslaggeving en dividenduitkering verhinderden, als volgt voorkwam:

in:	1946	1947	1948	1949	1950	1951
aantal:	4	14	7	6	2	1

De bloeiperiode van het stockdividend

In de jaren 1948 tot en met 1952 kwam het gebruik van stockdividenden in ongekend grote frequentie voor. Industriële ondernemingen, bankinstellingen, scheepsvaartondernemingen, handelsondernemingen gingen in steeds groter aantal over tot

uitkering van een deel van het dividend in aandelen, meestal naar keuze van de aandeelhouder. Het aantal stockdividenden, dat al of niet naar keuze op ter beurse genoteerde aandelen betaalbaar is gesteld, bedraagt voor zover hiervoor niet reeds genoemd als verzameldividend:

in:	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954 (tot 1 Juli) ¹
aantal:	17	24	22	34	43	11	9

In 1952 is veel geprofiteerd van de omstandigheid, dat er fiscaal gezien geen verschil tussen aandelenbonus en stockdividend bestaat. De Wet op de Herkapitalisatie 1951 heeft ook aan het stockdividend, dat in de periode van werking van deze wet werd uitgekeerd, dezelfde belastingfaciliteit verleend als aan de aandelenbonus ². Bovendien had de toepassing van de Wet Herkapitalisatie 1951 op het stockdividend ten gevolge, dat deze wijze van dividenduitkering was vrijgesteld van de toen nog geldende dividendbeperking ³. Geen wonder, dat men ertoe overging de aandeelhouders te verblijden met het lage belastingtarief van maximaal 20 %, terwijl men bovendien, zo men wilde een hoog dividend kon geven en de middelen in het bedrijf kon houden.

De directies van de n.n.v.v., die stockdividenden betaalbaar stelden, hebben dan ook de neiging gehad, om vooral in 1952 het dividend te verhogen als men tot uitkering van een stockdividend overging. Het wordt daarom wel eens moeilijk, om de grens tussen stockdividend en aandelenbonus scherp te trekken. In het voorafgaande zijn vijf uitkeringen niet meer als stockdividend beschouwd, maar tot de herkapitalisatiebonus gerekend ⁴. Maar in vele andere gevallen kan men eveneens niet meer van een zuivere uitkering van de winst in aandelen spreken.

¹ Samengesteld uit de opgave van uitgekeerde dividenden in Tabellen van Laagste en Hoogste Koersen 1952, Uitgave Hendrik Sijthoff's Financiële Bladen N.V. Amsterdam. Uitkeringen in aandelen, die in Hoofdstuk V als aandelenbonus zijn gerekend, zijn in deze telling niet opgenomen, evenmin de bijzondere stockdividenduitkeringen, die als verzameldividend over de oorlogsjaren zijn uitgekeerd. Uitkeringen van stockdividenden op onderaandelen, certificaten van aandelen, enz. zijn als niet-oorspronkelijke uitkeringen niet meegeteld. Uitkeringen op preferente en op gewone aandelen der zelfde n.v. gelden beide als een afzonderlijk stockdividend. Zie Bijlage II.

² Een volledige opgave van dividenden op officieel genoteerde fondsen in 1952 vallende onder art. 1 van de Wet op de Herkapitalisatie geeft de ministeriële resolutie d.d. 11 Augustus 1953 nr. 81; idem in 1953 de ministeriële resolutie d.d. 5 Mei 1954 nr. 11.

³ Vgl. Advies inzake de Verlenging van de Dividendbeperking, publicatie van de Sociaal-Economische Raad, 1953 no. 8, blz. 6.

⁴ Zie Hoofdstuk V, § 3.

Er is alle reden om vele stockdividenduitkeringen te beschouwen als een verkapte aandelenbonus. De na-oorlogse hausseontwikkeling en de inflatoire prijsstijgingen veroorzaakten spanningen tussen de omvang van het functionele kapitaal en het aandelenkapitaal, zich vooral uitend in fraaie boekwinsten. In de voorafgaande § is er reeds voldoende twijfel over uitgesproken, of hierdoor steeds van een gezonde bonus, als stockdividend vermomd, kan worden gesproken. Ook zal in de afgelopen jaren het stockdividend meermalen gebruikt zijn als een verkapte emissie¹. Dit blijkt ook wel uit vele beschouwingen over het beursverloop in 1951 en 1952 in dag- en weekbladen, waarin aan de uitkering van stockdividenden een koersdrukkend effect werd toegeschreven. In § 3 van dit hoofdstuk is op de werking van het stockdividend op de kapitaalmarkt uitvoerig ingegaan. Wanneer er koersdalingen optreden als er vele stockdividenden worden uitgekeerd, is dit een gevolg van de verhouding tussen vraag en aanbod op de kapitaalmarkt. Wanneer het ten gevolge van weinig aanbod van risicodragend kapitaal moeilijk is om emissies van aandelen te plaatsen, zullen ook de verkopers van stockdividenden niet zo gemakkelijk vraag naar stockdividenden ontmoeten, zodat in een dergelijke marktsituatie koersdalingen spoedig zullen optreden. Aanbod van stockdividenden, d.w.z. van delen van aandelen, is immers gelijk te stellen aan aanbod van aandelen zelf. Wanneer echter uitkeringen van stockdividenden als verkapte emissies in een vaste markt geschieden, zal het koersdalend effect niet zo gemakkelijk naar voren komen; er is dan vraag genoeg om het aanbod der stockdividenden op te nemen.

Meermalen is in het voorgaande reeds betoogd, dat zowel de n.n.v.v., die stockdividenden uitgeven, als de beleggers-aandeelhouders de neiging hebben om het dubbelslachtige karakter van deze figuur niet te onderkennen. Beide partijen vatten het dikwijls op als een extraatje voor de aandeelhouder, dat de n.v. niets kost, terwijl de liquide middelen in het bedrijf blijven. In de vele gevallen, dat een n.v. in de verlopen jaren een enkele maal tot betaalbaarstelling van een stockdividend is overgegaan, zal deze gedachte dikwijls hebben voorgezet. Wanneer echter een n.v. meermalen tot uitkering van stockdividenden heeft besloten, zal de leiding zich meer rekenschap hebben gegeven van deze dividendpolitiek en zal zij doeleinden en gevolgen nauwkeurig hebben overwogen. Uitkeringen van stockdividenden in continuïteit kunnen immers al spoedig een aanmerkelijke vergroting van het uitstaande aandelenkapitaal ten gevolge hebben, omdat

¹ Zie § 5 en 6 van dit Hoofdstuk.

de groei van het aandelenkapitaal plaatsvindt als die van een meetkundige reeks.

Dit is de reden geweest om aan de leiding van n.n.v.v., wier aandelen ter beurse zijn genoteerd, die meer dan eenmaal een stockdividend betaalbaar hebben gesteld, te verzoeken de doeleinden mede te delen, die zij met hun politiek van uitkering van stockdividenden beoogt. Aan de directies van 39 n.n.v.v. zijn in de laatste maanden van 1952 vragenlijsten toegezonden, ten einde de antwoorden te kunnen compileren en te vergelijken. Hierop zijn 17 antwoorden ontvangen, die een min of meer uitvoerige reactie op de vragen inhouden. Van de 13 n.n.v.v., die meer dan driemaal een stockdividend hebben uitgekeerd, hebben er twee een uitvoerige toelichting van haar politiek t.a.v. stockdividenden gegeven.

Ofschoon het aantal antwoorden procentueel niet beneden het aantal is, dat men gewoonlijk op dergelijke enquêtes ontvangt, is het resultaat toch van dien aard, dat men er geen algemene conclusie op kan bouwen. Bovendien is er geen kwantitatieve of kwalitatieve meting op de antwoorden uit te oefenen; zij geven alleen datgene weer, dat de leiding der verschillende n.n.v.v. hierover willen zeggen. De directies der n.n.v.v. wensen, dat hun antwoorden slechts anoniem worden behandeld. Publicatie van namen is dus niet geoorloofd. Ondanks al deze onvolkomenheden en beperkingen kunnen de verkregen reacties enig inzicht geven in de practijk van het stockdividend.

Hieronder volgen de gestelde vragen en een samenvatting van de ontvangen antwoorden. Ter verduidelijking zij opgemerkt, dat van de 17 antwoorden er 7 afkomstig waren van industriële ondernemingen, 5 van handelsondernemingen, 3 van scheepvaartmaatschappijen en 2 van bankinstellingen.

Zijn door Uw vennootschap stockdividenden betaalbaar gesteld omdat het I ten voordele van de vennootschap werd geacht

A ter versterking van de *liquiditeit*:

1. om hierdoor de financiering van voorraden te vergemakkelijken die
 - a. in prijs zijn gestegen?
 - b. of die wegens expansie waren uitgebreid?
2. om hierdoor de financiering der uitstaande vorderingen te vergemakkelijken omdat:
 - a. op uitstaande posten langer crediet moet worden verleend?
 - b. de uitstaande posten zo sterk zijn toegenomen?
3. om hierdoor bedrijfsvernieuwing of -expansie te kunnen financieren
 - a. ter aanvulling van andere middelen, die niet geheel voldoende bleken te zijn?
 - b. om hierdoor (ten dele) later dergelijke plannen te kunnen financieren?

Van de 17 ondernemingen gaven er 12 als al of niet enig doel der stockdividenduitkeringen versterking van de liquiditeit op. De

redenen, waarom deze 12 n.n.v.v. de liquiditeiten wilden versterken door uitgifte van stockdividenden, waren zeer verscheiden.

Vier ondernemingen gaven als reden moeilijkheden bij de transfer van middelen uit het buitenland op, nl. drie handelsondernemingen en een scheepvaartonderneming. Deze reden is des te meer opvallend, omdat zij in de vragenlijst niet was voorzien¹. Men zou hierbij van een zekere noodzaak in het gebruik van het stockdividend kunnen spreken, temeer daar slechts één van deze vier, nl. een handelsonderneming, bovendien vergroting van het aandelenkapitaal voorstond, om hierdoor de gegroeide betekenis van het bedrijf tot uiting te brengen. Een andere handelsonderneming uit deze groep gaf bovendien vergemakkelijking van de financiering der voorraden op als doel. Financiering der voorraden werd verder genoemd door een handelsonderneming en drie industrieën; prijsstijging en expansie waren min of meer gezamenlijk de oorzaak van de gestegen voorraden. Een scheepvaartmaatschappij gaf financiering van de prijsstijging der installaties als reden op. Bij één handelsonderneming en één industrie gold bovendien de groei van de uitstaande vorderingen als een reden. Bij de industrieën was tevens bedrijfsvernieuwing en -expansie een overweging geweest om de liquiditeit door de uitgifte van stockdividenden te versterken.

Zijn door Uw vennootschap stockdividenden betaalbaar gesteld, omdat het I ten voordele van de vennootschap werd geacht

B ter vergroting van het *aandelenkapitaal*:

1. omdat de vennootschap werd geacht te zijn ondergekapitaliseerd?
2. om op deze wijze geleidelijk jaarlijks een groter bedrag aan aandeelhouders te kunnen uitkeren, zonder dat het dividend verhoogd behoeft te worden?
3. om een betere verhouding tussen het volgens de winstverdeling aan de deelgerechtigden toekomende te verkrijgen? (bv. tussen aandeelhouders en tantiëmisten);
4. om door een geleidelijk vergroot aandelenkapitaal de gegroeide betekenis van het bedrijf tot uitdrukking te brengen?
5. om een lagere beurskoers voor de aandelen te verkrijgen of om de effectenbeurs meer verhandelingsmateriaal in aandelen Uwer vennootschap te verschaffen?

Bij vijf ondernemingen was niet versterking der liquiditeit, maar vergroting van het aandelenkapitaal het doel. Hieronder bevonden zich begrijpelijkerwijze de beide bankinstellingen, verder een scheepvaartonderneming en twee industrieën. Naast liquiditeitsoverwegingen gaven twee handelsondernemingen en een industrie kapitaalvergroting als doel op.

¹ De vragenlijst is als niet uitputtend voorgesteld, zodat is verzocht om de redenen, die niet zijn opgesomd in de vragenlijst, toch op te geven.

De vergroting van het aandelenkapitaal gold bij één industrie — naast liquiditeitsredenen — als doel van de uitkering van stockdividenden wegens onderkapitalisatie der vennootschap. De verhoging der winstuitkering werd als welkom gevolg geaccepteerd. Dit is dus een typisch geval van het gebruik van stockdividenden als consequentie van een geslaagde zelffinanciering door winstinhouding. De meest voorkomende reden tot verhoging van het aandelenkapitaal door stockdividenden was, om de gegroeide betekenis van het bedrijf tot uitdrukking te brengen; dit was het geval bij de beide banken, bij twee industrieën en een scheepvaartonderneming, die geen van alle een liquiditeitsreden opgaven. Twee handelsondernemingen, die wel liquiditeitsredenen aanvoerden, sloten zich hierbij aan.

Als versterking van de liquiditeit niet de belangrijkste reden tot de uitgifte van stockdividenden is geweest, hetgeen bij de meerderheid wel het geval was, dan heeft het stockdividend de functie van verkapte aandelenbonus vervuld. Dat is wel de belangrijkste conclusie, die uit de verkregen antwoorden is te trekken, als men tenminste volledig en oprecht is geweest bij de opgave der redenen.

Zijn door Uw vennootschap stockdividenden betaalbaargesteld omdat het II meer speciaal ten voordele van de aandeelhouders werd geacht,

1. om hen meer te kunnen geven dan de dividendstop toelaat?
2. om hen een vergoeding voor de na-oorlogse geldontwaarding te geven?
3. om hen een zekere vergoeding te geven voor de uitkering van een laag dividend?
4. omdat een regelmatig stockdividend voor hen verkieslijker werd geacht dan een hoog bonusaandeel ineens (bv. mede in verband met de werking van de inkomstenbelasting)?
5. om gebruik te maken van de faciliteiten der maximum heffing van 20 % door de Wet op de Herkapitalisatie 1951?

Er waren zeven ondernemingen, die naast ondernemingsdoeleinden ook speciaal aan de aandeelhouders hebben gedacht bij de betaalbaarstelling van het dividend. Geen enkele n.v. gaf alleen als reden aandeelhoudersdoeleinden op, hetgeen wel in de lijn der verwachtingen lag.

Voor de aandeelhouders zag men de meeste voordelen in de belastingverlichting, die de Wet op de Herkapitalisatie 1951 tijdelijk heeft gegeven. In twee gevallen beoogde men ook een zekere omzeiling van de dividendstop. Dit wijst erop, dat men van ondernemingszijde meermalen de onbewuste intering bij aandeelhouders, die door verkoop van stockdividenden kan voorkomen, niet als een bezwaar ziet. Hetzelfde blijkt uit de opvatting, waarbij men het stockdividend als vergoeding voor een lage uitkering aanzag.

Behalve de hierboven aangehaalde vragen over het doel van de politiek van betaalbaarstelling van stockdividenden, zijn aan de directies der desbetreffende n.n.v.v. nog een aantal vragen voorgelegd om antwoorden uit te lokken over de bereikte resultaten van deze politiek en over de opvatting, die de leidinggevende personen van deze n.n.v.v. over het uitkeren van stockdividenden zelf hebben. Deze vragen luiden als volgt:

Acht U de beoogde doeleinden bereikt, m.a.w. voldoet de uitkering van stockdividenden? Zo niet, waarom?

Zijn U reacties bekend van aandeelhouders; zijn zij erover tevreden of hebben zij critiek (gehad)? Is er verschil in houding tussen grootaandeelhouders en houders van slechts een enkel aandeel t.a.v. de uitkering van stockdividenden?

Streeft U naar regelmatige uitkeringen van een gelijk stockdividend? Of wordt ieder jaar opnieuw overwogen, of er een speciale reden is om tot uitkering van een stockdividend over te gaan?

Dikwijls wordt aandeelhouders de keuze gelaten tussen een uitkering in contanten of in aandelen. Wanneer dit bij Uw vennootschap het geval is (geweest), wat is hiervan de reden, bv.:

- a. om te voldoen aan bepaalde statutaire voorschriften?
- b. ten behoeve van aandeelhouders, die in het buitenland wonen, omdat de opbrengst van een stockdividend niet naar het buitenland transferabel is?
- c. om andere redenen?

Is U in het algemeen voorstander van de uitkering van stockdividenden; waarom of waarom niet?

Beschouwt U het stockdividend als een vorm van winstuitkering, die in betekenis en gebruik zal toenemen, of acht U het een tijdelijk verschijnsel?

Acht U de uitkering van stockdividenden alleen wenselijk in tijden van hoogconjunctuur, of zoudt U ook in tijden van economische neergang stockdividenden willen uitkeren, als de resultaten het toelaten?

Deze vragen heeft men meestal niet stuk voor stuk beantwoord, maar men heeft volstaan met het geven van enige meningen of indrukken, die op enige der gestelde vragen betrekking hebben.

Vrij algemeen was men van mening, dat het stockdividend niet als een regelmatig terugkerende wijze van dividendbetaling kan gelden; ieder jaar dient opnieuw overwogen te worden, of er speciale redenen zijn om tot betaalbaarstelling van een stockdividend over te gaan. Slechts bij twee n.n.v.v., die echter nog maar tweemaal een stockdividend betaalbaar hadden gesteld, toonde men zich voorstander van een politiek van het regelmatige stockdividend, maar in alle andere gevallen bleek het uitkeren van stockdividend meer een zaak van opportunisme te zijn. Eén van de voorstanders van de geregelde uitkering van het stockdividend zag de uitkering hiervan aan geen grens gebonden. Men achtte gewoonlijk de doeleinden door het stockdividend wel bereikt. In een enkel geval was er van de zijde van aandeelhouders critiek losgekomen, omdat men het niet juist achtte, dat een hoger dividend werd uitgekeerd dan de liquiditeit toeliet.

Het stockdividend een conjunctuurverschijnsel?

Er is in geen der ontvangen antwoorden een mening gegeven over de vraag, of er enig verband bestaat tussen het betaalbaarstellen van stockdividenden en het conjunctuurverloop. Dit getuigd van voorzichtigheid bij het geven van antwoorden op de gestelde vragen, want het is thans ook nog zeer moeilijk om zich dienaangaande een oordeel te vormen.

De toeneming van de uitkering van stockdividenden in de jaren 1947 t/m 1952 loopt wel parallel met een binnenlandse trend van hoge conjunctuur. Merkwaardig is ook de geringe inzinking van het aantal stockdividenden in 1950, maar als in 1951 het Korea-effect op de prijzen zijn volle invloed heeft uitgeoefend, neemt het aantal dividenduitkeringen in aandelen sterk toe, welk aantal in 1952 nog enigszins wordt overtroffen¹. Er is dus een zekere parallel met conjuncturele hausseverschijnselen, vooral die van het prijsverloop te constateren. Dit stijgende prijsverloop heeft belangrijke consequenties voor de liquiditeitspositie van de ondernemingen gehad. Het verhoudingsgewijs grote aantal antwoorden, dat de versterking der liquiditeit als doel van de uitkering van stockdividenden opgaf, zou hier ook op kunnen wijzen.

Er kan verder nog op gewezen worden, dat het jaar 1953 een zeer sterke teruggang in het gebruik van stockdividenden vertoonde. Als waarschijnlijke oorzaak hiervan kan gelden, dat bij vele n.n.v.v. de na-oorlogse expansies hun voltooiing hebben bereikt, terwijl bovendien de prijsdalingen, die in 1952 zijn opgetreden, aan de bedrijfsmiddelen minder zware liquiditeitseisen stelden. Voorraadfinanciering nam als knelpunt der financiering in betekenis af. Dat men in dergelijke omstandigheden weer terugkeerde tot het dividend in contanten, wijst erop, dat het gebruik van het stockdividend meer een kwestie van opportunisme dan van systeem is.

Zijn dit voldoende aanwijzingen om te concluderen, dat het gebruik van het stockdividend afhankelijk is van het conjunctuurverloop en speciaal optreedt in perioden van stijging der prijzen? Een bevestigend antwoord zou voorbarig zijn, want daardoor is het verschijnsel nog te nieuw. De eerste vraag, die zich immers opdringt is, waarom dan in vroegere hausseperioden zo weinig van stockdividenden gebruik is gemaakt.

Een redelijk antwoord op deze vraagstelling zou kunnen liggen in een verwijzing naar de veranderde fiscale politiek t.a.v. de n.v. Sinds 1940 wordt niet de uitgedeelde winst belastbaar gesteld, maar eist de fiscus volgens zijn eigen normen een

¹ Zie Bijlage II.

aanmerkelijk deel van de vastgestelde winst op. Er is ook een parallel te trekken tussen het voorkomen van stockdividenden en het stijgen van het percentage der vennootschapsbelasting. Vóór 1940 vormden de indirecte belastingen voor de n.v. geen liquiditeitsprobleem, sindsdien is het er een in toenemende mate. Als motief van het toenemende gebruik van stockdividenden kan waarschijnlijk veel meer de huidige belastingpolitiek gelden, dan een bepaalde conjunctuurfase. Daarnaast kunnen conjuncturele haussebewegingen mede het gebruik van stockdividenden in bepaalde gevallen bevorderen, maar te bewijzen is dit nog niet. Er zijn immers ook verschijnselen, die erop wijzen, dat er in de baisseperioden voor het gebruik van het stockdividend stimulerende factoren schuilen.

Er is geen reden om aan te nemen, dat in perioden van lage conjunctuur het streven naar winstinhouding minder sterk aanwezig zal zijn dan in hausseperioden. Niet alleen kan pessimisme t.a.v. de toekomstige rentabiliteit hiervoor een reden zijn, maar ook de voorbereiding voor expansieplannen, die zullen worden uitgevoerd als men de tijd er weer rijp voor acht. In het voorgaande is erop gewezen¹, dat het gebruik van het stockdividend als verkapte emissie het meest zal voorkomen in perioden, dat de aandelenmarkt niet willig is gestemd t.a.v. het opnemen van nieuwe emissies. Wanneer men er bovendien rekening mee houdt, dat de fiscale molens langzaam malen en dus de belastingaanslagen over de hausseperiode de n.v. nog kunnen worden gepresenteerd als de leiding zich reeds lang bekommert over vraagstukken, die de baisseperiode opwerpt, dan kan men zich toch voorstellen, dat ook gedurende perioden van lage conjunctuur soms wel eens stockdividenden betaalbaar zullen worden gesteld. Een voorwaarde is natuurlijk, dat ook in de baisseperiode de beurskoers van het desbetreffende fonds boven pari noteert, anders zullen de aandeelhouders het stockdividend niet willen accepteren. Bovendien is de kans groot, dat de handel in stockdividenden de koersdalingen versterkt, want het vergroot in feite het aanbod van aandelen.

Onder de huidige fiscale wetgeving heeft zich deze situatie nog niet in sterke mate voorgedaan, zodat men beter kan afwachten, hoe het gebruik van het stockdividend hier te lande zich zal voordoen in perioden van economische neergang. Het streven naar continuïteit in de dividendpolitiek kan mede een reden zijn om stockdividenden uit reserves, dus in feite als verkapte bonusuitkeringen, in minder gunstige jaren betaalbaar te stellen.

¹ Zie § 5 en 6 van dit Hoofdstuk.

Het is nog voorbarig om in dit tijdsgewricht stockdividenden tot een periodiek conjunctuurverschijnsel te bestempelen. Men zal dienaangaande eerst meer ervaring moeten opdoen met de werking van de huidige fiscale wetgeving op de dividendpolitiek van de n.v.

§ 8 ARBEIDERSWINSTDELING IN DE VORM VAN AANDELEN

In de voorgaande beschouwingen is steeds verondersteld, dat de uitkeringen ener n.v. in de vorm van aandelen, die hetzij als bonus, hetzij als stockdividend worden betiteld, aan de aandeelhouders ten goede komen¹. Tot op heden komen in verreweg de meeste gevallen deze uitkeringen ook aan aandeelhouders toe. Er is echter geen reden te vinden, waarom noodzakelijkerwijze deze manieren van uitkeringen tot de aandeelhouders beperkt zouden moeten worden. Men kan zich zeer goed indenken, dat aan anderen dan aandeelhouders rechten worden verstrekt op uitkeringen in de vorm van aandelen. Het komt wel eens voor, dat leidende figuren in een n.v. dergelijke rechten bedongen hebben. Ook aan arbeiders wordt weleens een bonusaandeel verstrekt². Zelfs kan men zich indenken — en het is ook voorgekomen³ — dat de overheid er niet afkerig van is, dat een n.v. haar fiscale verplichtingen voldoet in de vorm van nieuwe eigen aandelen.

Van financieringsstandpunt uit gezien maakt het geen verschil, wie de begunstigde is bij de uitkering van aandelen. Winstuitkeringen of kapitaaluitkeringen, die in de vorm van nieuwe aandelen geschieden, behoren steeds aan de hieraan te stellen bedrijfseconomische eisen te voldoen, willen zij verantwoord zijn. De omvang van het renderend vermogen t.o.v. het uitstaande aandelenkapitaal en het geschatte toekomstige rendement, dat de n.v. zal betalen, zullen steeds de normen moeten blijven, waaraan de leiding de wenselijkheid en de mogelijkheid

¹ Uitgezonderd in Hoofdstuk III.

² In „Het Vraagstuk der Winstdeling”, interim-rapport der Commissie Bezitsspreiding, Staatsdrukkerij 1952, verstrekt A. B. Raven gegevens over de bij de Koninklijke Nederlandsche Gist- en Spiritusfabriek N.V. te Delft (blz. 83) en de Nederlandsche Dok- en Scheepsbouw-Maatschappij te Amsterdam (blz. 97) gebruikelijke wijzen van uitkering van aandelen of certificaten van aandelen aan arbeiders.

³ De kapitaalheffing van 5 %, in België geheven volgens de wet van 17 October 1945, was niet verschuldigd over het aandelenbezit. Daarentegen werd een heffing aan de n.n.v.v. opgelegd, die deze konden voldoen, hetzij door nieuwe aandelen te creëren ter grootte van 5 % van het uitstaande aandelenkapitaal en deze nieuwe aandelen aan de staat over te dragen, hetzij door 5 % van de waarde van het uitstaande aandelenkapitaal in contanten te voldoen.

van de uitkering in aandelen zal moeten toetsen; wie de begunstigde is, is hierbij van geen belang.

Gezien vanuit het financieringsstandpunt van de n.v. heeft het daarom geen zin om aan de vraag, aan wie de uitkering in aandelen toekomt, veel aandacht te schenken. Er hebben zich echter in de laatste jaren discussies ontwikkeld over het probleem der winstdeling, die aan de uitkering van „stockdividenten” aan anderen dan de aandeelhouders een bepaalde actualiteit hebben gegeven, die een nadere beschouwing wenselijk maken. Bij de discussies over de vraag, „of en zo ja, in welke mate en in welke vorm aan de arbeider boven het voor hem geldende loon, of als deel van het loon, een aanspraak kan of behoort te worden toegekend op de winst, behaald door de onderneming”¹, wordt meermalen aandacht besteed aan de mogelijkheid om deze eventuele aanspraak op de winst te kunnen voldoen in aandelen. Hierbij wordt het woord stockdividend (nog) niet gebruikt en volstaat men met een omschrijving of duidt men het ten onrechte als aandelenbonus aan². Toch zal een winstverdeling in de vorm van uitreiking van werknemers- of personeelsaandelen vanuit het financieringsstandpunt van de n.v. gezien gelijk moeten worden gesteld met de declaratie van stockdividenten, zoals Van Keep reeds heeft opgemerkt³. Stockdividenten en werknemersaandelen zijn voor de n.v. winstuitkeringen en als zodanig identiek.

De bedrijfseconomische eisen

In welke omvang werknemers in de winst zullen participeren, als het systeem van winstdeling werkelijkheid wordt, kan hier geen onderwerp van bespreking uitmaken; dit punt van discussie ligt al te ver buiten de gezichtseinder van deze studie, evenzeer als de wenselijkheid of de noodzakelijkheid van de winstdeling zelf. Van belang is hier wel, of bij de bepaling van het aandeel, dat werknemers in de winst zullen krijgen, uitgegaan wordt van de bedrijfseconomisch gezien werkelijk verdeelbare winst en er geen nieuwe oorzaak voor de uitdeling van schijnwinst ontstaat. De Staatscommissie Cobbenhagen huldigt te dien aanzien een gezond standpunt, wanneer zij winst definieert als „het netto overschot boven alle kosten en inhoudingen, welke naar goed koopmansgebruik in de onderneming moeten worden aangewend om het productie-apparaat in stand te houden c.q. uit te

¹ Het Vraagstuk der winstdeling, interim-rapport der Commissie Bezitspreiding 1952, blz. 11.

² Zie H. J. M. I. van der Ven, Onderneming en Winstdeling, Leiden 1953, blz. 146.

³ A. C. M. van Keep, De Dividendpolitiek, Leiden 1950, blz. 106.

breiden”¹. Zij erkent hierdoor de redelijkheid, dat bij de bepaling van de verdeelbare winst allereerst ervoor dient te worden gezorgd, dat de toekomstige rentabiliteit en de expansiepolitiek der onderneming veilig worden gesteld.

Maar niet alle partijen, die aan de discussie over het vraagstuk der winstdeling deelnemen, gaan uit van dit winstbegrip. Ook neemt men wel aan, dat iedere winstuitkering zonder meer in de vorm van aandelen kan geschieden en dus aan de consequentie van kapitaalvergroting, nl. de eis van een blijvende hogere rentabiliteit steeds kan worden voldaan². Het is, of men meent, dat het aandelenkapitaal geen risico behoeft te dragen en dat de omvang van de uitkeerbare winst vanzelf met de omvang van het aandelenkapitaal meegroeit. Wanneer de omvang van de verdeelbare winst niet de maatstaf wordt voor de bepaling van het aandeel der werknemers in de winst, dan gaat men het eigenlijke probleem voorbij. Men verkrijgt dan geen winstdeling maar de oplegging van een nieuwe kostenfactor, zoals ook bv. de vennootschapsbelasting een van buiten opgelegde kostenfactor is. Bij de vaststelling van de hoogte van deze heffingen wordt immers ook niet uitgegaan van de werkelijke uitkeerbare en verdeelbare winst, maar van een fictief winsteijfer, dat is samengesteld op basis van een stelsel, dat met de individuele financiële behoeften tot instandhouding en expansie van de onderneming geen rekening houdt, maar hieraan extern is.

Voor de fiscus kan tot op zekere hoogte gelden, dat er toch een algemeen geldende regel voor de vaststelling van de heffing aanwezig moet zijn, — afgezien van de mérites van de gekozen maatstaven — maar voor de vaststelling van de winstdeling geldt dit excuus niet. Wanneer dwingend zou worden voorgeschreven, dat de vaststelling van het „winsteijfer” dat als basis voor de winstdeling door werknemers moet dienen, volgens een nauwkeurig omschreven algemeen geldend schema zal geschieden, zoals de fiscus dat doet, is de kans aanwezig, dat door

¹ Het Vraagstuk der Winstdeling, interim rapport Commissie Bezitsspreiding, blz. 17.

² De weg naar vrijheid, Rapport van de Plancommissie van de Partij van de Arbeid, Amsterdam 1951, blz. 45 „Bij het hanteren van het huidige fiscale winstbegrip zou bv. van hetgeen na aftrek van de belasting die van de winst geheven wordt en na vergoeding van een normale rente op het kapitaal overblijft, een derde deel als arbeidsaanspraak kunnen worden aangewezen . . . De aanspraken zullen dus moeten worden gegoten in de vorm van niet direct te realiseren rechten. De moeilijkheid die zich daarbij verder voordoet is, of de winst in de eigen onderneming moet blijven.” Deze aanhalingen krijgen een duidelijk reliëf, wanneer zij worden gezien in verband met hetgeen in het geheel van het tweede hoofdstuk van genoemde studie (blz. 9 t/m 47) wordt betoogd.

deze wijze van winstdeling het blijvend voortbestaan der n.v. als renderende onderneming wordt aangetast. Winstdeling in contanten zou in die gevallen dan tot uitkering van schijnwinsten en tot financiële bloedarmoede leiden, waarmee geen werknemer gebaat kan zijn ¹.

Wanneer een op een dergelijke wijze vastgestelde winstverdeling bovendien in aandelen wordt gedeclareerd, is het de vraag, of men deze uitkering nog kan beschouwen als een soort stockdividend. Hoe meer er de kans aanwezig is, dat niet gesproken kan worden van een uitkering, die ook overeenkomstig de werkelijke verdeelbare winst kan geschieden, hoe meer er dan rekening mee moet worden gehouden, dat men eerder te maken heeft met een aandelenbonus dan met een stockdividend. Dit houdt in, dat de aandelendeclaratie ten gunste van de werknemers dan geschieden moet uit reeds eerder gevormde reserves, die als blijvend renderend vermogen in het bedrijf zijn opgenomen. Zoals iedere aandelenbonus is het dan een uitkering ex post ². De vraag, of de werknemers rechten kunnen doen gelden op het reeds eerder gevormde reële vermogen in de n.v. staat wel dicht bij het vraagstuk der winstdeling ³, maar kan toch bezwaarlijk worden opgelost op basis van de hantering van een niet juist winstbegrip. Het aandelenkapitaal heeft immers de functie de minimumvermogensgrens weer te geven. Het hoger stellen van die grens door een aandelenuitkering is een ondernemersdaad, die niet door algemeen geldende regels kan worden vervangen.

Ten overvloedige zij er nog op gewezen, dat het theoretisch-bedrijfseconomisch geen verschil maakt, of de n.v. ertoe overgaat om de werknemersaandelen over te dragen aan een Arbeid-

¹ Aan winstdeling wordt dikwijls gekoppeld het streven naar medezeggenschap in de vorm van bv. een afgevaardigde der arbeiders in de raad van commissarissen. In deze studie is de leiding van de n.v. opzettelijk niet nader gespecificeerd, omdat het bedrijfseconomisch gezien geen verschil maakt, of de leiding of het zwaartepunt van de leiding ligt bij de directie en haar staf of bij een (gedelegeerd) commissaris, bij de raad van commissarissen of zelfs bij een werknemerscommissaris, mits de leiding competent is, d.w.z. het doel der onderneming zodanig weet te verwezenlijken dat nu en in de toekomst de n.v. werkelijk rendabel is.

² Vgl. § 5 van dit hoofdstuk.

³ Enigszins komt dit tot uiting in „De aanspraak der arbeiders op een aandeel in de investeringen”, uitgave Katholieke Arbeiders Beweging 1952, waarin winstdeling wordt gezien als middel tot bezitsvorming. Door de arbeiders een aandeel in de investeringen te geven, dat moet voortkomen uit de winst der ondernemingen, dient dit verwezenlijkt te worden. Wel wordt (o.a. op blz. 28) gesproken over het aandeel in de eigendom van de *nieuwe* investeringen, maar waarom zou dit aandeel slechts hiertoe beperkt blijven?

derswinstfonds per bedrijfstak¹ of aan de Herstelbank² of aan een Arbeiderswinstfonds per onderneming³. Het is voor de financiering van de n.v. irrelevant, welk aandeel in de verdeelbare winst de werknemers krijgen en aan wie het beheer over de uitgekeerde stockdividenden wordt verstrekt, hoe belangrijk dit voor de betrokkenen en sociaal gezien ook mag zijn. Als tegenhanger van deze zo actuele vragen staan hier de praktische eisen, dat de winstdeling de financiële kracht van de ondernemingen niet mag aantasten en dat winstdeling in de vorm van aandelenuitkering slechts binnen de grenzen van het bedrijfs-economisch toelaatbare mag geschieden.

Is winstdeling mogelijk?

Zelfs binnen de grenzen van een gezond financieel beheer zal de winstdeling een vergroting van de uitgekeerde winst kunnen meebrengen. In de thans geldende praktijk van winstuitkering aan aandeelhouders is het immers dikwijls niet de omvang van de uitkeerbare winst, die de hoogte van het dividend bepaalt, maar de mate van expansiefinanciering, die de leiding van de n.v. voert. De hoogte van het dividend wordt dan in feite bepaald door een rentabiliteitsgrens, die de beleggers-aandeelhouders door het koersverloop der aandelen, gemeten aan de vrij ruime grenzen van het algemeen rendementsniveau⁴, stellen. De leiding kan zelfs nog door een jarenlang goed gevoerde dividendpolitiek deze rendementseis, zoals die op de aandelenmarkt tot uitdrukking komt, voor de aandelen harer n.v. binnen zekere grenzen houden en op deze wijze het dividend laag houden. De roep, die de n.v. als financieel sterke onderneming geniet, geldt hierbij als hulpmiddel. De hoogte van het dividend is op deze wijze een kwestie van marktverhoudingen geworden. Op de aandelenmarkt verkeert de aandeelhouder volgens Brezet⁵ in een zwakke positie; er is volgens hem een nauw verband tussen de tegenwoordige dividendpolitiek der ondernemingen en de fundamentele zwakte van de positie der aandeelhouders. Het gevolg hiervan t.a.v. de winstverdeling bij publieke n.n.v.v. is, dat het te verdelen winstsaldo dikwijls heel wat lager kan worden gesteld, dan de verdeelbare winst zou toelaten. Wanneer de werknemers als nieuwe groep van deelgerechtigden in de winst naar voren

¹ C. P. M. Romme en J. R. M. van den Brink, *Verbreiding van Privaateigendom*, Amsterdam 1946.

² *De Weg naar de Vrijheid*, blz. 45 e.v.

³ *De aanspraak der arbeiders op een aandeel in de investeringen*, blz. 30 e.v.

⁴ Vgl. § 4 van dit hoofdstuk.

⁵ J. C. Brezet, *De huidige positie van het aandeel als beleggingsobject*, Haarlem 1953, blz. 16 e.v.

zouden komen, heeft dit noodzakelijk ten gevolge, dat de te verdelen winst moet toenemen met het bedrag, dat aan deze nieuwe deelgerechtigden zal toekomen. Van het voor aandeelhouders-dividend beschikbare bedrag kan dit niet meer af, want dit dividend is immers een marktprijs geworden, waarbij de leiding van den v. als sterkste partij reeds de marginale prijs heeft bereikt. Een verder aantasten van de dividenden zou — *ceteris paribus* — een ontwrichting van de aandelenmarkt ten gevolge hebben. Immers het rendement op de aandelen zou blijvend worden gedrukt; de dividendvooruitzichten zouden voorgoed lager moeten worden gesteld. Het is niet voor te stellen, dat dergelijke vooruitzichten niet blijvend een sterke koersdaling zouden veroorzaken.

Men kan het resultaat van een dergelijke blijvende dividendverlaging niet vergelijken met de z.g. dividendstop, zoals die bij Besluit op de Dividendbeperking in 1941 is ingevoerd en later onder een soepeler regime van de Wet op de Dividendbeperking 1950 tot het boekjaar 1953 heeft voortgeduurd. Niet alleen veroorzaakten de oorlogsomstandigheden reeds spoedig na de invoering van de dividendstop een lage rentabiliteit bij de ondernemingen, ook de aandeelhouders bleken uit de hoge koersen hiermede tevreden, ten gevolge van de door abnormale omstandigheden opgang makende Sachwerttheorie¹.

Bovendien is na de verruiming van de dividendstop gebleken, dat de gereleveerde zwakke positie der belegger-aandeelhouder op de kapitaalmarkt ook de soepele regeling der dividendbeperking overbodig maakte. De dividendpolitiek, zoals die bij vele als goed geleid bekend staande n.n.v.v. kon worden gevoerd ten gevolge van de feitelijke verhoudingen op de aandelenmarkt, is een sterkere rem tegen hoge dividenden gebleken dan de Wet op de Dividendbeperking. Wanneer de winstdeling werkelijk zou kunnen worden doorgevoerd ten koste van het dividend van de aandeelhouders, is er dus blijvend een koersdaling der aandelen te verwachten². Er is geen reden aanwezig, waarom de belegger in risicodragend kapitaal dan ineens tevreden zou zijn met een lager rendement. Door verhoudingsgewijs lage aandelenkoersen, zou de toegang tot de aandelenmarkt voor nieuwe emissies nog meer bemoeilijkt worden; hetgeen toch algemeen niet wenselijk wordt geacht.

¹ Vgl. P. P. van Berkum, *De relativiteit van het kapitaal*, Tilburg 1946, blz. 5 e.v.

² Ook H. J. M. I. van der Ven, *Onderneming en Winstdeling*, Leiden 1953, blz. 116 e.v., ziet in, dat er „een ernstig bezwaar tegen winstdeling gelegen is in de mogelijkheid van benadeling van aandeelhouders”. Hij wenst daarom, dat aandeelhouders hun instemming met de invoering van winstdeling betuigen en dat de overheid haar schadeloos stelt.

Het is dus maar goed, dat het in feite althans bij publieke n.n.v.v. gewoonlijk niet mogelijk zal zijn, dat het dividend op de aandelen aanmerkelijk zal worden verlaagd ten gevolge van een eventuele winstdeling door werknemers. Het gevolg zal zijn, dat deze winstdeling zal moeten geschieden ten laste van dat deel der uitkeerbare winst, dat zonder invoering van een winstdeling zou worden ingehouden en niet tot uitkering zou komen. De invoering van de winstdeling voor werknemers zal daarom in het algemeen gezien ten gevolge hebben, dat althans bij de publieke n.n.v.v. de uitgekeerde winst zal worden vergroot en meer de uitkeerbare winst zal benaderen of mogelijk bereiken. In een goed geleide n.v. zal het niet worden toegelaten, dat de uitgekeerde winst de uitkeerbare winst zal overtreffen. Bij een besloten n.v. zal evenals bij de firma winstdeling gemakkelijker leiden tot lagere uitkering voor de oude deelgerechtigden.

Het gevolg van winstdeling zal dus zijn, dat de winstinhouding bij de n.v. gewoonlijk geringer zal worden. Een bevestiging van deze opvatting is te lezen in het onderzoek naar de mogelijkheid van winstdeling, dat in het rapport-Cobbenhagen is opgenomen¹. Van Cleeff komt tot de conclusie, dat de beide door hem gevolgde methoden van onderzoek „een indicatie (geven) dat een tot voldoende hoog te achten uitkeringen voerende winstdeling wel mogelijk is uit de totaal beschikbare winst, maar niet uit de uitkeerbare winst”². „In de jaren 1946 en 1947 was de uitgekeerde winst (excl. primair dividend) in het algemeen niet, de totaal beschikbare winst (eveneens excl. primair dividend) daarentegen in het algemeen wel voldoende om hieruit 5 %, desnoods 4 % van de jaarlonen als winstdeel uit te keren”³. Ook concludeert Van Cleeff, „dat de mogelijkheden van winstdeling ten aanzien van de totaal beschikbare winst in 1949 groter waren dan in 1948 al blijft het ook hier twijfelachtig of een uitkering uit de uitgekeerde winst mogelijk zou zijn geweest”⁴. Exacte onderzoekingen over de omvang der winstresultaten in vier na-oorlogse jaren leiden dus tot aanduidingen, dat het hier gevoerde betoog, dat winstdeling door werknemers zal dienen te

¹ Het vraagstuk der winstdeling, 's-Gravenhage 1953, Bijlage V, Statistisch onderzoek naar de mogelijkheid van winstdeling door Ed. van Cleeff, blz. 188 e.v.

² Ibid blz. 200. Van Cleeff spreekt hier van een indicatie, omdat hij voor de nauwkeurigheid der statistische berekeningen voorbehoud heeft moeten maken t.a.v. de gebrekkigheid van het basismateriaal, het betrekkelijk geringe aantal ondernemingen, waarvan het materiaal voor de jaarverslagenmethode ter beschikking stond en de schattingen, die bij de jaarrekeningmethode moesten worden gemaakt.

³ Ibid blz. 192.

⁴ Ibid blz. 200.

geschieden uit dat deel van de winst, dat zonder invoering van winstdeling in het bedrijf zal blijven, zeker niet tot de onmogelijkheden moet worden gerekend.

Winstdeel in aandelen of stockdividend?

Als winstdeling werkelijkheid wordt, dan zal de mogelijkheid van expansiefinanciering door winstinhouding voor de n.n.v.v. verminderen. Toch zal de drang naar expansie en continuïteit in de onderneming blijven zoeken naar inhouding van liquide winstsaldi. Bijgevolg zal de invoering van winstdeling voor werknemers bij de n.n.v.v. ten gevolge hebben, dat de neiging om „stockdividenden” uit te keren, groter wordt¹. De vraag is nu, wie van de winsttrekkers deze „stockdividenden” het gemakkelijkst zullen accepteren, de aandeelhouders of de winstdelende werknemers. Het ligt voor de hand om te zeggen, dat het winstdeel der werknemers eerder in aandelen zal worden uitgekeerd, dan het winstdeel der aandeelhouders, omdat de aandelenuitkering juist zal worden veroorzaakt, althans zal worden bevorderd door de invoering van de winstdeling. Zo eenvoudig liggen de verhoudingen toch niet. Zoals in het voorgaande meermalen is betoogd, is de feitelijke economische verhouding tussen aandeelhouders en de open n.v. een marktverhouding. De aandelenkoers en ook de emissiekoers hebben evenals het dividend zeer sterk het karakter van een prijs. Het aandeel in de verdeelde winst, dat aandeelhouders toekomt wordt dus door marktverhoudingen vastgesteld. De eigenlijke winstverdeling past zich hierbij aan. Het aandeel, dat aan de werknemers uit de verdeelde winst zal toekomen, is echter het resultaat van onderhandelingen en wordt door vele niet-economische machtsverhoudingen beïnvloed. De vraag, wie van de toekomstige winstgerechtigden het eerst voor uitkeringen in aandelen in aanmerking zal komen, is daarom een vraag van het afwegen van marktsituaties tegenover machtsituaties.

Wanneer de aandelen ter beurse beneden pari noteren of wanneer er bij de aandeelhouders om andere redenen een aversie tegen stockdividenden is ontstaan, blijft de leiding van de n.v. op den duur niets anders over, dan te trachten de werknemers uitkering van het winstaandeel in aandelen te doen accepteren. Zouden aandeelhouders dan toch stockdividenden worden opgedrongen, dan is het gevolg, dat het koersverloop der aandelen de onwilligheid der aandeelhouders weerspiegelt. De plaatsingsmogelijkheid der aandelen zal verminderen. Herhaling van deze

¹ Vgl. § 4 van dit hoofdstuk.

dividendpolitiek kan de aantrekking van nieuwe middelen, zeker op de lange duur, bemoeilijken. De leiding van een n.v. zal steeds moeten erkennen, dat uitkering van stockdividenden, onder de omstandigheid, dat de aandeelhouders deze ongaarne accepteren, een vergissing is geweest.

Zal de uitkering van ongewilde stockdividenden leiden tot een latent conflict met de beleggers-aandeelhouders zich uitend in de beurskoers, dat mogelijk nog door wijziging der dividendpolitiek bezworen kan worden, een niet geaccepteerde uitkering van het werknemerswinsttaandeel in aandelen zal aanleiding geven tot een acuut conflict met de loontrekkers of hun organisaties. Wanneer in de discussies over winstdeling de wens naar voren komt om de uitkering aan de arbeiders te doen geschieden in de vorm van aandelen, dan worden er twee argumenten aangevoerd. Het eerste argument berust op het streven naar bezitsvorming bij de arbeidersklasse¹. Uitkering in contanten leidt niet tot besparing en bezitsvorming, maar zal de consumptie vergroten². Het tweede argument berust op de noodzaak van winstinhouding voor de investeringspolitiek³, waardoor men weer op het uitgangspunt is teruggekeerd.

Het streven naar bezitsvorming kan inderdaad een argument zijn, waardoor werknemers de uitkering in aandelen zullen accepteren. De vraag is, of dat streven sterker zal werken dan de consumptiedrang. Hierbij zal de concrete conjunctuurpolitiek ook een rol vervullen. Wanneer stimulering van de consumptie een rol in de conjunctuurpolitiek moet spelen om de acute werkgelegenheid te vergroten, dan zullen de arbeidersorganisaties hun invloed aanwenden om winstdeling in contanten voor hun leden te verkrijgen. De leiding van de n.n.v.v., die zoveel mogelijk contante middelen in het bedrijf wil houden, zal ongetwijfeld dan meer geneigd zijn om stockdividenden uit te keren. Zien de arbeidersorganisaties meer in een investeringspolitiek om de werkverschaffing op de lange duur te doen toenemen, dan zal het bezitsvormingsargument geen of minder tegenwerking ondervinden en zal ook winstdeling in de vorm van aandelen ongetwijfeld meer worden toegepast.

Een praktische, jaarlijks steeds terugkerende rem op de winstdeling in de vorm van aandelen zullen de fiscale eisen zijn. Evenals de uitkering van stockdividend in de praktijk gepaard gaat met een uitkering in contanten, die minstens de dividend-

¹ De aanspraak der arbeiders op een aandeel in de investeringen, uitgave Katholieke Arbeiders Beweging, 1952, blz. 8 e.v.

² Het vraagstuk der winstdeling, blz. 77.

³ De weg naar Vrijheid, rapport van de Plancommissie van de Partij van de Arbeid, 1951, blz. 45.

belasting voor beide delen van het dividend dekt¹, zal ook de winstdeling practisch niet ten volle in aandelen worden uitgekeerd, omdat dit wrevel zou kunnen verwekken bij de werknemers, die de loon- en/of inkomstenbelasting, over de winstdeling verschuldigd, zouden moeten voldoen, zonder dat zij contanten in handen krijgen. De practische noodzaak van de leiding van de n.n.v.v. om althans de loonbelasting, over de winstdeling verschuldigd, in contanten van de winstdeling af te houden, kan gemakkelijk leiden tot een compromis tussen het streven naar consumptievergroting en dat naar besparing en bezitsvorming voor de massa. Wanneer de winstdeling na enige jaren van constante aandelenuitkering eens kan worden verhoogd, zou het meerdere in contanten kunnen worden uitgekeerd, zodat de uitkering in aandelen onveranderd zou blijven. Het extra resultaat van het goede jaar zou de werknemer in rechtstreekse vergrote koopkracht voelen, hetgeen hem aangenaam zal stemmen. Tegenover aandeelhouders wordt immers ook wel dezelfde politiek gevoerd.

Een belangrijk verschil in de beschikking door rechthebbenden tussen winstdeling in de vorm van aandelen en de uitkering van stockdividend aan aandeelhouders zal worden veroorzaakt door het streven naar onverhandelbaarheid der bij winstdeling uitgekeerde aandelen. Terwijl de verhandelbaarheid van stockdividenden voorwaarde is om de uitkering hiervan aan aandeelhouders te kunnen bewerkstelligen², gaan de verdedigers van winstdeling in de vorm van aandelen steeds uit van de wens, dat vrije verhandeling door de direct rechthebbenden moet worden voorkomen. De drang naar consumptievermeerdering zou immers verkoop in de hand werken, waardoor de doelstelling van bezitsvorming bij de werknemers zou mislukken. Achter deze dwang tot sparen zit ongetwijfeld de gedachte, dat aldus sparen moet worden aangeleerd.

Vrij primitief is de regeling om intering van de ontvangen winstdeling in aandelen te voorkomen door de verhandeling te belemmeren met behulp van z.g. personeelscertificaten³. Alleen bij het verlaten van de onderneming kan de werknemer dan zijn personeelscertificaat verzilveren door verkoop aan de n.v. à pari. Het idee van uitsluiting van koersrisico voor de werknemers zou achter deze gedachtengang schuilen. In feite is de werknemer van zijn standpunt uit gezien dan geen aandeelhouder geworden, maar een soort schuldeiser, die een uitgestelde schuld alleen bij

¹ Zie § 3.

² Zie § 3.

³ Vgl. „Het vraagstuk der winstdeling”, blz. 57.

verbreking der arbeidsovereenkomst kan opeisen en waarover hij intussen een van de winst afhankelijke rente trekt ¹.

De nieuwe plannen gaan dan ook meer uit naar het vormen van een gemeenschappelijk beheer der verkregen winstdelen in aandelen, waarin de winstdelende werknemers deelgerechtigd worden. In het voorgaande is hier reeds op gewezen. Men zou op deze wijze concentraties van werknemersbezit in aandelen kunnen vormen, die òf het karakter hebben van houdstermaatschappijen, òf die van beleggingsmaatschappijen. Vormt men Arbeiderswinstfondsen per onderneming, dan zal op den duur een soort houdstermaatschappij ontstaan, waarvan op de eerste plaats het doel kan zijn het uitoefenen van invloed op het beleid van de n.v. als „grote aandeelhouder”. Op deze wijze is het voorstelbaar, dat de werknemersorganisaties meer verantwoordelijkheid gaan dragen voor de leiding in de n.v. Hoe minder nauw echter de band van een dergelijk Arbeiderswinstfonds met één n.v. zal zijn, m.a.w. wanneer het de winstuitkeringen in aandelen van de vele n.n.v.v.v. van een of meer bedrijfstakken te beheren zal krijgen, hoe belangrijker ook de taak zal worden van zelfstandig vermogensbeheer. Kwesties van risicoselectie en risicospreiding, teneinde het vermogen of rendement in stand te houden of te vermeerderen, krijgen dan meer reliëf. Immers de rechthebbende werknemers zijn werkzaam bij vele n.n.v.v., zodat hun belangen t.a.v. beïnvloeding van de leiding van bepaalde n.n.v.v. niet meer parallel lopen. Het ligt voor de hand te verwachten, dat deze een of meer bedrijfstakken omvattende Arbeiderswinstfondsen sterk het karakter van beleggingsfondsen gaan aannemen, die hun aandelenbezit bij bepaalde n.n.v.v. zullen vergroten of verkleinen, naar gelang het beleggingsbeleid dit vereist. Dit veronderstelt een handel in aandelen door deze fondsen, waardoor er contacten met de effectenmarkt ontstaan. Het participeren in deze beleggingsfondsen verkrijgt men niet door aankoop ter beurze, maar door deelneming als werknemer. Het uitreden kan op verschillende wijzen worden geregeld; het eenvoudigst zou zijn door uitkering van de beurswaarde van het recht van de arbeiders. Op deze wijze zouden arbeiders volledig beleggers in effecten worden, wier belangen collectief behartigd worden.

Het is niet doenlijk om deze mogelijke ontwikkeling van het winstdelingsprincipe volledig uit te werken, maar het is toch niet onwaarschijnlijk te achten, dat eventuele Arbeiderswinstfondsen, die de winstdelingsresultaten in aandelen van meerdere

¹ Bij Philips' Gloeilampenfabrieken is met ingang van 1954 het systeem van personeelscertificaten van preferente aandelen verlaten en vervangen door de uitgifte van winstdelende personele obligaties.

n.n.v.v. te beheren krijgen, gemakkelijker de houding van aandeelhouders-beleggers zullen aannemen, die hun oordeel over de n.v. door aan- of verkoop ter beurse uiteen, dan die der Winstfondsen van arbeiders uit één onderneming. Deze laatsten zullen meer de houding van de geïnteresseerde grote aandeelhouders aannemen, die door dik en dun trouw blijven aan hun aandelenbezit, omdat zij het invloedgevende element belangrijker vinden dan het inkomenelement van het aandeel.

BESLUIT

Het voorgaande onderzoek heeft ertoe geleid de uitkering van aandelen bij een n.v. te binden aan bedrijfseconomische normen. Deze normen berusten op de verhouding, die er dient te bestaan tussen de omvang van het renderend vermogen en de grootte van het uitstaande aandelenkapitaal. Aangezien het aandelenkapitaal in de financiering de functie van volledige risicodragers moet vervullen, dient zijn omvang niet groter te zijn dan de waarde van het rendabel vermogen van de n.v. zal zijn in minder gunstige tijden. Het zijn de eisen van continuïteit en rentabiliteit, die deze grens mede bepalen.

Er is geen dringende reden te vinden om een aandelenkapitaal, dat beneden de toelaatbare omvangsgrens is, aan te passen aan die bedrijfseconomische maximale grootte. De opheffing van deze onvolkomenheid in de financiële verhoudingen is geen groot offer waard, ook geen groot offer aan de fiscus.

Men kan onderscheid maken tussen de uitkering van bonusaandelen en van stockdividenden. De fiscale opvatting kent deze onderscheiding nog niet.

De aandelenbonus is een weinig voorkomende buitengewone geste in het leven van de n.v. Het is een kapitaalverhoging ten laste van reserves. De bedrijfseconomische toelaatbaarheid ervan berust op een ex post beschouwing van de omvang van het functionele kapitaal.

Het stockdividend is een aandelenuitkering ten laste van de jaarwinst; het dividend wordt direct in aandelen omgewisseld. Het heeft op zichzelf hetzelfde effect als een emissie en de beoordeling der bedrijfseconomische toelaatbaarheid is daarom ex ante te bezien. Aangezien de fiscale opvattingen de uitkering van bonusaandelen praktisch tegenwerken, zal het stockdividend ook gebruikt worden als een verkapte aandelenbonus. Als uitkering uit de jaarwinst accepteert men gemakkelijker de belastbaarheid van de verkapte aandelenbonus. Deze wijze van uitkering van stockdividenden is dus het resultaat van een beoordeling ex post van de omvang van het vermogen.

De fiscale hindernissen zijn daarom de oorzaak van een zekere verwatering van de bedrijfseconomische onderscheiding tussen aandelenbonus en stockdividend.

Aangezien het aandelenkapitaal de grondslag is voor de verdeling van de jaarwinst, behoort de vergroting van het aandelenkapitaal door bonus of stockdividend ook een vergroting van de uitkeerbare winst ten gevolge te hebben. Een verwachting bij aandeelhouders in die geest is redelijk te achten.

De meest voorkomende aanleiding om de uitkering van een aandelenbonus te overwegen, is de opening van een besloten n.v. Het wordt dan van meer belang om de omvang van het vermogen in de grootte van het aandelenkapitaal te tonen. Wanneer de aandelenbonus belangrijke fiscale kosten meebrengt, zal men zoeken naar andere wijzen van kapitaalvergroting, waarmee eenzelfde aanpassing van het aandelenkapitaal aan het vermogen kan worden bereikt.

Het stockdividend zal vooral worden toegepast, als de liquiditeitspositie van de n.v. het wenselijk maakt, maar ook als de situatie op de kapitaalmarkt het emitteren van aandelen bemoeilijkt.

Veel meer dan de aandelenbonus raakt het stockdividend direct de financieringspolitiek van de n.v., vooral bij expansieplannen.

De toepassing van de aandelenbonus en het stockdividend zal waarschijnlijk vrij beperkt blijven. Het gebruik van de aandelenbonus — voor zover het niet kan geschieden ten laste van een agio-reserve — is op de eerste plaats afhankelijk van de fiscale welwillendheid. Bij het stockdividend zou het mogelijk kunnen zijn, dat het min of meer een conjunctureel verschijnsel kan worden, omdat de liquiditeits- en kapitaalbehoefte het gebruik ervan kunnen stimuleren. Het verschijnsel is nog te jong, om over de waarschijnlijkheid hiervan een uitspraak te geven.

**UITGEKEERDE AANDELENBONUSSEN BIJ TER BEURZE GE-
NOTEERDE AANDELEN OVEREENKOMSTIG DE WET OP DE
HERKAPITALISATIE 1951**

Naam	Aandelenuitkering in % v. h. kapi- taal (bij bijstem- peling in guldens per aandeel	Belasting- dividend in % van het kapitaal
<i>In 1951:</i>		
Nederl. Ford Automobiel Mij.	50	12 ¹ / ₂
Cultuur Mij „Ngombesi”.	f 400.—	f 100.—
Van Vlissingen & Co Katoenfabrieken. .	100	25
<i>In 1952:</i>		
Alg. Norit Mij	28 ⁴ / ₇	7 ¹ / ₇
Alg. Vruchten Import Mij.	f 250.—	f 62.50
A.S.W. Apparatenfabriek	5	1 ¹ / ₄
Baeker's Textielfabrieken	100	25
Bandar Oliepalmen Cultuur Mij.	25	6 ¹ / ₄
„Excelsior” Metaalbuizenfabriek ⁵	33 ¹ / ₃	8 ¹ / ₃
Furness Scheepvaart & Agent. Mij. . . .	50	12 ¹ / ₂
Gerofabriek (Nat. Bez.)	10	2 ¹ / ₂
Holl. Constructie Werkplaatsen.	100	25
Holl. Melksuikerfabriek	20	5
Klene's Suikerwarenfabriek	30	7 ¹ / ₂
Kon. Ver. Tapijtfabrieken gew. aand. . .	100	25
idem pref. winstd. aand.	20	5
Leidsche Wolspinnerij	10	2 ¹ / ₂
Ned. Dok Mij.	30	7 ¹ / ₂
Pradjekan-Tangarang Cultuur Mij. . . .	100	25
Reineveld Machinefabriek	5	1 ¹ / ₄
Rijdsijk's Industr. Ondern.	100	25
Soekowono Landbouw Mij.	25	6 ¹ / ₄
Stoomspinnerij Twenthe	20	5
Utrechtsche Asfaltfabriek	20	5
Zincs de la Campine (Kempensche Zinkwit Mij.)	f 5.200.— d.i. 108 ¹ / ₃	f 1.300.—
<i>In 1953:</i>		
Carton en Papierfabr. v/h W. Scholten . .	50	12 ¹ / ₂
Drukkerij De Spaarnestad Ver. Bez. gew aand.	50	12 ¹ / ₂

BIJLAGE I (vervolg)

Naam	Aandelenuitkering in % v. h. kapi- taal (bij bijstem- peling in guldens per aandeel)	Belasting- dividend in % van het kapitaal
<i>In 1954⁴:</i>		
Administratiekantoor „Unitas”	20	5
„Amsterdam” Rubber Cultuur Mij	33 ¹ / ₃	8 ¹ / ₃
Berghuizer Papierfabriek v/h B. Cramer, aand. B	20	5 ¹
G. C. F. van Dorp & Co.	40	10
„Excelsior” Metaalbuizenfabriek	20	5
Hazemeyer & Co's Fabriek voor Electr. Apparaten	100	25
Heineken's Bierbrouwerij Mij.	33 ¹ / ₃	8 ¹ / ₃
Hollandsche Draad- en Kabelfabriek . .	50	12 ¹ / ₂
Houthandel v/h Bontekoning & Aukes .	16 ² / ₃	4 ¹ / ₆
Nederlandsche Dok Mij	5	1 ¹ / ₄
„Soekowono” Landbouw Mij	50	12 ¹ / ₂
Stoomboot Mij „Hillegersberg”	47 ²	11 ³ / ₄
Stoomvaart Mij „Oostzee”	8 ³	2
Stork & Co. Kon. Mach. Fabriek	10	2 ¹ / ₂
idem, preferente aandelen	10	2 ¹ / ₂

¹ deelt uitmakend van het dividend ad 10 % in contanten;

² plus 19²/₃ % ten laste van agio-reserve;

³ plus 58²/₃ % ten laste van agio-reserve.

⁴ voor zover vóór 1 Juli 1954 betaalbaar gesteld of aangekondigd.

⁵ In 1948 is reeds op de gewone aandelen een aandelenbonus van 150% en op de preferente aandelen een bonus in gewone aandelen van 20% uitgekeerd ten laste van een sinds de financiële reorganisatie van 1928 gevormd Herstelfonds. De verschuldigde dividendbelasting moest door de aandeelhouders worden bijbetaald, terwijl deze bonusuitkering fiscaal geheel als inkomen is beschouwd.

**UITGEKEERDE STOCKDIVIDENDEN NA 1945 BIJ TER BEURZE
GENOTEERDE AANDELEN**

	Stock- dividend in %	Contant dividend in %
<i>In 1948:</i> ¹		
Alg. Norit Mij	6 n.k. ³	
Borneo Sumatra Handel Mij	5	3
Hagemeyer & Co's Handel Mij	5	4
Handelsverg. Holland	20	20
Handelsverg. Java	20	5
Internatio	6 ¹ / ₄	2 ³ / ₄
Leidsche Wolspinnerij	7 ¹ / ₇ n.k. ²	1 ⁶ / ₇
Nederl. Crediet Bank	4	1
Nederl. Handel Mij	4 ¹ / ₁₆	1 ⁵ / ₆
Nederl. Kabelfabriek	5 n.k.	3
Nyma Kunstzijdespinnerij	5 n.k.	3 ¹ / ₂
Scholten's Aardappelmeelfabr. pref. aand.	4 ⁴	4
idem gew. aand.	4	4
Stoomboot Mij Hillegersberg	5	4
Stoomvaart Mij Oostzee	5	4
De Twentsche Bank.	5 n.k.	2 ¹ / ₂
Vlismar	5	4
<i>In 1949:</i> ¹		
Borneo Sumatra Handel Mij	6 ² / ₃	2 ¹ / ₃
Delftsche Leerl. & Drijfriemenfabr.	8 ¹ / ₃ n.k.	1 ² / ₃
Escomptobank ⁵	11 ¹ / ₉	5
Güntzel & Schumacher	11 ¹ / ₄	8
Handelsverg. Holland	20	
Handelsverg. Java	20	5
Handelsverg. Onderling Belang	12 ¹ / ₂	7 ¹ / ₂
Holland-Amerika-Lijn	5	4
Internatio	6 ¹ / ₄	2 ³ / ₄
Jaffa Machinefabriek	9 n.k.	
Kempkes' Meubelfabr.	5 n.k.	
Klene's Fabr. v. Choc. & Suikerwerken	9 n.k.	
Leidsche Wolspinnerij	7 ¹ / ₇ n.k.	1 ¹ / ₇
Wm. H. Müller & Co.	5	3
Nederl. Kabelfabriek	5 n.k.	3
Ned. Scheepvaart Unie	4.34	5.96
Nyma Kunstzijdespinnerij	5 n.k.	3 ¹ / ₂
Rotterdamsche Lloyd	5 n.k.	3
Scholten's Aardappelmeelfabr. pref. aand.	6 ⁴	4
idem gew. aand.	5	4
Stoomboot Mij Hillegersberg	5	4
Stoomvaart Mij Oostzee	5	4
De Twentsche Bank.	5 n.k.	2 ¹ / ₂
Vlismar	5 n.k.	4

BIJLAGE II (vervolg)

	Stock- dividend in %	Contant dividend in %
<i>1950:</i> ¹		
Escomptobank ⁵	8 n.k.	
Europa-Azië Handel Mij	4	5
Delftsche Leerl. & Drijfriemenfabr.	6 ² / ₃ n.k.	2 ¹ / ₃
Hagemeyer & Co's Handel Mij	2 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂
Handelsverg. Holland	10	6
Handelsverg. Java	10	5
Handelsverg. Onderling Belang	12 ¹ / ₂	7
Holland-Amerika-Lijn	5	4
Hollandsche Melksuikerfabriek	6	2
Internatio	6 ¹ / ₄	2 ³ / ₄
Jaffa Machinefabriek	9 n.k.	
Kon. Gerritsen & Van Kempen	6	3
Leidsche Wolspinnerij	7 ¹ / ₇	1 ⁶ / ₇
Nederl. Credietbank	4	
Nederl. Kabelfabriek	5 n.k.	3
Nyma Kunstzijdespinnerij	5 n.k.	4 ¹ / ₂
Rothe & Jiskoot	6 ² / ₃	2 ¹ / ₃
Scholten's Aardappelmeelfabriek pref. aand.	5 ⁴	4
idem gew. aand.	5	4
Thomassen & Drijver	10 n.k.	5
Twentsche Overzee Handel Mij	5	4
Ver. Blikfabrieken	5 n.k.	3
Vlismar	5 n.k.	4
<i>1951:</i>		
Albert Heyn	5 n.k.	3
A.S.W. Apparatenfabr.	6 n.k.	
Curacaosche Handel Mij	5 n.k.	4
idem	10 n.k.	4
Dijkers & Co.	5 n.k.	3 ¹ / ₂
Escomptobank ⁵	12 ¹ / ₂ n.k.	
E. Goudsmit	5	4
Handelsverg. Holland	11.11	4.89
Handelsverg. Java	11.11	4.89
Hollandsche Bank Unie	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Holland-Amerika-Lijn	5	4
Hollandsche Kunstzijde Industrie	5 n.k.	3
Industriële Mij	4 n.k.	2
Industr. Mij Zutphen	6 ² / ₃ n.k.	3
Internatio	5	4
Jaffa Machinefabriek	9 n.k.	
Leidsche Textiel Van Wijk	5 n.k.	4
Leidsche Wolspinnerij	7 ¹ / ₇ n.k.	1 ⁶ / ₇
Wm. H. Müller	5	4
Nederl. Handel Mij	5 n.k.	
Nederl. Kabelfabriek	5 n.k.	3
Nwe Afrik. Handelsvennootsch. gew. aand.	6 ¹ / ₄ n.k.	3 ³ / ₄

BIJLAGE II (vervolg)

	Stock- dividend in %	Contant dividend in %
Nwe Afrik. Handelsvennootsch. pref. aand.	6 ¹ / ₄ n.k. ⁴	4 ³ / ₄
Nyma Kunstzijdespinn.	5 n.k.	4 ¹ / ₂
Ph. van Ommeren	5	4
Rohde & Jiskoot	6 ¹ / ₄	2 ³ / ₄
Stoomspinn. Twenthe	5 n.k.	4.9
Thomassen & Drijver	10 n.k.	5
Ver. Blikfabrieken	6 ² / ₃	2 ¹ / ₃
Vlismar	4 n.k.	4
v. Waveren's Graanhandel	5 n.k.	4
Wijers Ind. & Handelsond.	7 ¹ / ₇	1 ⁶ / ₇
Zuid Afrik. Handelshuis	6 ² / ₃	3 ¹ / ₃
Zwanenberg-Organon	5	4
<i>In 1952:</i>		
Adm. Mij Wester Suikerraffinaderij	8.7% n.k.	
Borneo Sumatra Handel Mij	20	5 ⁶
Centrale Suiker Mij	8	2 ⁶
Curacaosche Handel Mij	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Delftsche Leerl. & Drijfriemenfabriek	6 ¹ / ₄	3 ³ / ₄ ⁶
Dordtsche Petr. Ind. Mij gew. aand.	2	13
idem pref. aand.	2	13
Fuchs & Rens ⁵	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Handelsverg. Holland	10	5 ⁶
Holland-Amerika-Lijn	10	2 ¹ / ₂ ⁶
idem ⁷	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Holl. Bank Unie	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Kon. Ned. Petroleum Mij	2	13
Kon. Paketvaart Mij	8	2 ⁶
Kon. Rotterdamsche Lloyd	8	2 ⁶
Kromhout Motorenfabr.	6 ¹ / ₄	1 ³ / ₄ ⁶
Leidsche Wolspinnerij	3 ¹ / ₂ n.k.	
Wm. H. Müller & Co.	5	6
Ned. Dok Mij	8 ¹ / ₃	2 ⁶
Ned. Ford Automobielfabriek	11 ¹ / ₉	7 ⁷ / ₉ ⁶
Ned. Handel Mij	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Ned. Kabelfabriek	5	7 ⁶
Ned. Scheepsbouw Mij.	7 ¹ / ₇	1 ⁶ / ₇ ⁶
Ned. Scheepv. Unie	9.091	2.273 ⁶
Ned. Staalfabriek De Muinck-Keizer	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Nyma Kunstzijdespinnerij	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Rotterdamsche Bank ⁷	11 ¹ / ₉	2 ⁷ / ₉ ⁶
Scholten's Aardappelmeelfabr. gew. aand.	4	4 ⁶
idem pref. aand.	4 ⁴	4 ⁶
idem gew. aand. ⁷	4	1 ⁶
idem pref. aand. ⁷	4 ⁴	1 ⁶
R. S. Stokvis & Zn.	10	2 ¹ / ₂ ⁶

BIJLAGE II (vervolg)

	Stock- dividend in %	Contant dividend in %
R. S. Stokvis & Zn. ⁷	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Stoomv. Mij. Nederland	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Twentsche Overzee Handel Mij.	5	4
Ver. Blikfabrieken	5	4
Vlismar	5 n.k.	4
Van Waveren's Graanhandel	5 n.k.	4 ⁶
Wijers' Ind. & Handelsonderneming	12 ¹ / ₂	8 ¹ / ₂
Zuid Afr. Handelsbank	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Zwanenberg-Organon	5	4
<i>In 1953:</i>		
Adm. Mij Wester Suikerraffinaderij	7.2 ⁸	1.5
Borneo Sumatra Handel Mij	8 n.k.	2 ⁶
Centrale Suiker Mij	8	2 ⁶
Curacaosche Handel Mij	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Leidsche Wolspinnerij	9 ¹ / ₁₁ n.k.	10 ¹⁰ / ₁₁
Wm. H. Müller & Co.	5 n.k.	7
Ned. Staalfabriek De Muinck-Keizer	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Nwe Afr. Handelsvennootschap gew. aand.	10 n.k.	2 ¹ / ₂ ⁶
idem pref. aand.	10 n.k. ⁴	3 ¹ / ₂ ⁶
Van Waveren's Graanhandel	5	4
Zuid Afrik. Handelshuis	10	2 ¹ / ₂ ⁶
<i>In 1954:⁹</i>		
Admin. Mij Westersuikerraffinaderij	7.2 ⁸	1.5
Centrale Suiker Mij	8	2 ⁶
Curacaosche Handel Mij	10	2 ¹ / ₂ ⁶
Kon. Ned. Papierfabriek.	10 ¹⁰	5
Mij voor Wasverwerking.	6 n.k.	6 ⁶
Nwe Afrik. Handelsvennootschap gew. aand.	10	2 ¹ / ₂ ⁶
idem pref. aand.	10	3 ¹ / ₂ ⁶
Ruhaak & Co.	10	3
Zuid-Afrik.-Handelshuis	10	2 ¹ / ₂ ⁶

¹ z.g. verzameldividenten zijn niet opgenomen.

² d.w.z. naar keuze in aandelen of in contanten.

³ in aandelen à 120 %.

⁴ in gewone aandelen.

⁵ de aandelen luiden in Rupiah.

⁶ met toepassing van de Wet Herkapitalisatie 1951; voor het contante dividend geldt die toepassing tot ¹/₄e deel van de nominale waarde van het stockdividend.

⁷ interimdividend.

⁸ in aandelen Centrale Suiker Mij.

⁹ voor zover vóór 1 Juli 1954 betaalbaar gesteld of aangekondigd.

¹⁰ ten laste van agio-reserve; zie Hoofdstuk V, § 4.

AGIO-RESERVES OP 13 MAART 1954

Onderstaande lijst geeft een overzicht van ter beurze genoteerde n.n.v.v., die op het moment van de publicatie van de ministeriële resolutie no. 92 van 13 Maart 1954 een agio-reserve van minstens 10 % vertoonden, dan wel waarvan kan worden verondersteld, dat zij een dergelijke reserve bezaten, zonder dat die op de gepubliceerde balans voorkwam. Alleen in de laatste gevallen zijn tevens de meest recente emissies en in de voetnoten de reserves vermeld, waaruit een aanwijzing tot aanwezigheid van agio-reserves kan worden afgeleid.

	Balans datum	I Aandelen- kapitaal	II Agio- reserve	III In pro- centen van I	Recente emissies
Arendsburg	30. 9.52	f 6.400.000	f 610.679	10	
Becht & Dyserinck	31.12.52	1.350.000	313.426	23	
Berghuizer Papierfabriek v.h. B. Cramer .	31.12.52	6.000.000	1.105.635	18	
Billiton Mij	31.12.52	16.800.000	5.000.000	30	
Boeke & Huidekoper	31.12.52	800.000	200.000	25	
Bontekoning & Aukes	31.12.52	2.100.000	298.981	14	
Deli Spoorweg Mij.	31.12.52	18.750.000	4.670.888	25	
Electro Zuur & Waterstoffabriek	30. 4.52	3.000.000	¹	20*	Febr. '53 f 500.000 à 125 % Apr. '51 f 500.000 à 125 %
Holl. Melksuikerindustrie	31.12.52	1.147.200	275.623	24	
Kon. Java China Paketvaart Mij. . . .	31.12.52	21.000.000	5.552.258	26	
Kon. Ned. Petroleum	21.12.53	1.013.638.000 ¹⁰	224.277.117	22	
Kon. Ned. Fabr. Gerritsen & v. Kempen .	31.12.52	998.000	401.125	40	
Kon. Zwavelzuurfabriek v.h. Ketjen. . .	31.12.52	10.271.250	1.022.520	10	
Kon. Ph. F. Brocades Stheeman & Pharm.	1. 1.53	6.000.000	²	20*	Dec. '47 f 1.000.000 à 150 %
	31 12 53	9.332.000	891.644	10	

Lijempf.	31.12.52	6.000.000	50*
Mach. Handel Mahez.	31.12.52	4.500.000	23
Ned. Kabelfabriek	31.12.52	500.000	17
	31.12.52	33.181.000	25*
Nierstrasz.	31.12.52	500.000	15*
Nwe Afrik. Handelsvennootschap	31.10.52	5.293.380	14
Stoomv. Mij Oostzee	31.12.52	3.750.000	59
Stoomb. Mij Hillegersberg.	31.12.52	573.200	20
Simplex. Rijwielenfabriek	31. 8.53	2.500.000	31
Smit Transformatorenfabriek	30. 6.53	7.000.000	35*
R. S. Stokvis & Zn.	1. 1.53	15.538.356	20*
Thomassen & Drijver	1. 1.54	6.000.000	13*
Unilever	31.12.52	215.020.000 ¹⁰	39
Victoria Biscuit- en Chocoladefabriek	31.12.52	1.500.000	23
Vulcaansoort	31.12.52	500.000	14
Werkspoor	31.12.52	17.000.000	23
Zwaardemaker	31.12.52	700.000	13
Zwanenberg-Organon.	31.12.52	17.704.000	20*

* Schatting.

¹ De algemene reserve op de balans bedraagt f 759.000.

² Statutaire (en tevens enige) reserve op de balans bedraagt f 603.200.

³ De reserves op de balans bedragen f 1.6 miljoen.

⁴ Reservefonds op de balans bedraagt f 6.200.000.

⁵ Algemene reserve op de balans bedraagt f 301.000.

⁶ De agio-reserve op de balans bedraagt f 1.548.338.

⁷ Algemene bedrijfsreserve op de balans bedraagt f 5.022.500.

⁸ De agio-reserve op de balans bedraagt f 752.490.

⁹ De reserves op de balans bedragen ca. f 12 miljoen.

¹⁰ Uitsluitend het *gewone* aandelenkapitaal is in aanmerking genomen.

NOV. '50 f 1.000.000 à 160 %	50*
Mei '47 f 1.000.000 à 160 %	
Dec. '50 f 6.077.000 à 145 %	23
Dec. '47 f 4.200.000 à 145 %	17
Sept. '47 f 250.000 à 130 %	25*
na emissie Febr. '54	15*
f 2.000.000 à 150 %	14
na conversie f 3.000.000	59
3 1/2 % oblig. à 141 1/4 %	20
na emissie Febr. 1954	31
f 1.200.000 à 110 %	35*
1947: f 5 miljoen à 145 %	20*
1952: f 4.283.000 à 135 %	

LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- De Aanspraak der Arbeiders op een aandeel in de Investeringsen.* Rapport van de Commissie, ingesteld door het wetenschappelijk adviesbureau van de Nederlandsche Katholieke Arbeiders Beweging, Utrecht 1952.
- P. J. A. Adriani. Iets over bonus-aandelen en claims, in *Weekblad voor Pri-vaatrecht, Notarisambt en Registratie*, 79 jrg. 1948 no's 4035 t/m 4038.
- O. Bakker, *Bedrijfshuishoudkunde*, deel 2, Purmerend, 1942.
- F. P. J. Bakx, Een terugblik op de Herkapitalisatie, in Maandschrift „*Economie*” 8e jrg. 1942/1943 blz. 117.
- W. F. Baxter, Inflation and Accounting Profits, in *Westminster Bank Review*, May 1952.
- P. P. van Berkum, Is aanpassing der balanssen nodig? in Maandschrift „*Economie*”, Afl. 1 October 1947.
- Enkele Aspecten van de na-oorlogse Bedrijfsfinanciering, in Maandschrift „*Economie*”, afl. 8—9, Mei/Juni 1949.
- De Balans van Ondernemings- en van Fiscaal Standpunt, in Maandschrift „*Economie*”, 8e jrg. afl. 8 Mei 1943.
- Dividend, Rentabiliteit en Oorlogseconomie, in *Econ. Stat. Berichten* van 22 December 1943.
- Herkapitalisatie, in *Vijfentwintig jaren Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, deel I, Purmerend 1950.
- Inflatie, Balanswaardering en Fiscus, in Maandschrift „*Economie*”, 15e jrg. afl. 9—10, Juni/Juli 1951.
- Kapitaalmarkt, Dividendcontrole en Herkapitalisatie, in *Econ. Stat. Berichten* van 2 April 1941.
- Kapitaalvorming in de Onderneming, in Maandschrift „*Economie*”, 9e jrg. afl. 1—2, Oct./Nov. 1943.
- De Kapitalisatie van de Naamloze Vennootschap, in *De Naamloze Ven-nootschap*, Febr./Maart 1953, jrg. 30 no. 11/12.
- De Prijsstijging en haar invloed op de Financiering, in *Vijfentwintig jaren Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, deel I, Purmerend, 1950.
- *De Relativiteit van het Kapitaal*, Tilburg 1946.
- Theorie van de Dividendpolitiek, in Maandschrift „*Economie*” 12e jrg. afl. 6/7, Maart/April 1948.
- Het vraagstuk van de Dividendbeperking, in *Econ. Stat. Berichten* van 10 Juli 1941.
- Besluit op de Dividendbeperking 1941*, uitgave van Rebholz' Bankierskantoor, Amsterdam.
- A. A. H. Besier, *Effecten, hun waarde en prijs*, Roermond, 1925.
- F. W. C. Blom, Herkapitalisatie, in *De Naamloze Vennootschap*, October 1950, jrg. 28 no. 7.
- *Ondernemingsbesparingen, risicodragend kapitaal en de omvang der be-drijvigheid*, Leiden 1949.
- Wetsontwerp Herkapitalisatie 1950 in *Econ. Stat. Berichten* van 8 November 1950.

- J. F. C. van Bodegraven, *Winstverdeling bij Nederlandsche Naamloze Vennootschappen*, Proefschrift, Rotterdam 1951.
- Jules I. Bogen, *Financial Handbook*, 3d edition 1949, New York.
- J. C. Bothwell, Periodic Stockdividends, *Harvard Business Review* Jan. 1950.
- J. Brands, *Bedrijfseconomische Verkenningen*, Arnhem 1950.
- J.C. Brezet, *De huidige positie van het aandeel als beleggingsobject*, Haarlem 1953.
- N. S. Buchanan, *The Economics of Corporate Enterprise*, New York 1950.
- N. Burger, *Claim, Bonus en Inkomstenbelasting*, Prae-advies Ver. v. Belasting Wetenschap, Alphen a/d Rijn 1950.
- J. J. Canter-Cremers, Herkapitalisatie-kronkels, in *De Naamloze Vennootschap*, jrg. 30 October 1952, no. 7.
- Neil Carothers, The Stock Dividend Mumpsimus, in *The Commercial and Financial Chronicle*, New York, Vol 178, nr. 5280, Dec. 10 1953.
- Centr. Bureau v. d. Statistiek *Economische en Sociale Kroniek der Oorlogs-jaren 1940—'45*, Utrecht 1947.
- Changing concepts of business income*, Report of Study Group on Business Income, New York 1952.
- M. J. H. Cobbenhagen, *De verantwoordelijkheid in de onderneming*, Roermond 1927.
- A. L. Demenint, De intrinsieke waarde van incurante aandelen, in: *Opstellen ter gelegenheid van een kwart eeuw V.A.G.A.*, Rotterdam 1951.
- A. S. Dewing, *The financial Policy of Corporation*, 4th ed. New York 1946 2 dln.
- R. A. Dijker, De waardebepaling van den Goodwill en de afschrijving op den Goodwill, in „Goodwill” *Juridisch, Fiscaal en Bedrijfseconomisch*, overdruk van *De Naamloze Vennootschap* XXII jrg.
- Encyclopaedia Britannica* vol. III 1946.
- Jac. Fahrenfort, Bonusaandeelen, in *Bedrijfsecon. Encyclopaedie*, Deel I. — Stockdividend, in *Bedrijfsecon. Encyclopaedie*, Deel I.
- F. C. Gaanderse, De Wet op de Herkapitalisatie 1950, in *De Naamloze Vennootschap*, Oct. 1950 28 jrg. no. 7.
- Benjamin Graham & David L. Dodd, *Security Analysis, Principles and Technique*, third edition New York 1951.
- W. C. L. van der Grinten, Aandeel en Obligatie, in *De Naamloze Vennootschap*, Jrg. 31 Nov. 1953, no. 8.
- G. L. Groeneveld, Nieuwe Tendenties in de Gepubliceerde Jaarrekening, prae-advies Accountantsdag 3 October 1953, *De Accountant* 60e jaargang no. 1 September 1953; discussies over het prae-advies in no. 8 Febr. 1954.
- G. W. Groeneveld, Enige beschouwingen over de Samenhang tussen Economische Orde, Economische Wettelijkheid en Economische Politiek, in *Economische Wetenschap en Economische Politiek*, Leiden 1952.
- J. F. Haccoü, Bij aandelen zonder nominale waarde gaat plechtanker verloren, in *Trouw* van 21 Augustus 1952.
- L. Albert Hahn, Theorie der Börsenkursbildung, in „*Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*”, 88 jahrgang Nr. 2, April 1952.
- A. de Heer, *Bijdrage tot de financiële Geschiedenis der Oost-Indische Compagnie*, proefschrift Rotterdam 1929.
- E. J. J. van der Heyden, *Handboek voor de Naamloze Vennootschap*, 4e druk bewerkt door Mr. W. C. L. van der Grinten, Zwolle 1946.
- *De ontwikkeling van de Naamloze Vennootschap in Nederland vóór de codificatie*, Amsterdam 1908.
- H. J. Hofstra, Herkapitalisatie, in *De Naamloze Vennootschap*, 25e jaargang, no. 2.
- J. van Hoorn Jr., Is belasten van bonusaandelen juist? in *De Financiële Koerier*, d.d. 4 Juli 1952, 10e jaargang no. 27.

- Byrne J. Horton, J. Ripley Jr. and M. P. Schnapper, *Dictionary of Modern Economics*, Washington (D.C.)
- R. H. Inglis-Palgrave, *Dictionary of Political Economy*, Vol. I, London 1901.
- Wallace M. Jensen, Tax Effects of Splitting a Corporation in Two or More Units, in *The Journal of Accountancy*, Sept. 1951.
- R. J. Kaderli, Gratisaktie-Split-up, in *Handbuch des Bank- Geld- und Börsenwesens der Schweiz*, Thun 1947.
- W. Kalveram, Kapitalberichtigung gemäsz Dividendenabgabeverordnung, in *Leistungswirtschaft, Festschrift für Fr. Schmidt zum 60 Geburtstag*, Berlin 1942.
- O. B. W. de Kat, *Effectenbeheer*, 3e druk, Haarlem 1932.
- A. C. M. van Keep, *De Dividendpolitiek*, Leiden 1950.
- A. B. A. van Ketel, Bonusaandeel, Stockdividend, in *Bedrijfsecon. Encyclopaedie*, Deel II.
- *Inwerking van de economische evolutie op wet en statuten der naamlooze vennootschap*, Proefschrift Gent 1931.
- *Schetsen uit de financiering der onderneming*, Leiden 1944.
- H. D. M. Knol, Betaling van dividenden in aandelen, in *Maandschrift voor Sociale Wetenschappen*, Februari 1950.
- J. G. Koopmans, Rentevoet, Monetair evenwicht en Deblokkeering, in *Weerspiegelde Gedachten, Opstellen aangeboden aan Prof. Dr N. J. Polak*, Haarlem 1948.
- K. ter Laan, *Beknopte Nederlandse Encyclopaedie*, 3e druk, 's-Gravenhage, 1947.
- W. J. de Langen, Beleggingsaandelen, Belastingheffing en Herkapitalisatie, in: *Weekblad voor Privaatrecht, Notarisambt en Registratie*, no. 4186, 14 April 1951.
- George L. Leffler, *The Stock Market*, New York 1951.
- E. E. Lincoln, *Applied business finance*, 5th ed. New York, 1941.
- S. Livermore, The Value of Stockdividends, *The American Economic Review*, December 1930.
- F. Loman, Enige beschouwingen naar aanleiding van de Wet op de Herkapitalisatie 1951, in *Maandschrift „Economie”*, 16e jaargang no. 4 Januari 1952.
- K. Mellerowicz, *Der Wert der Unternehmungen als Ganzes*, Essen 1952.
- R. Malteur, Die Bilanz nach der Kapitalberichtigung gemäsz Dividendenabgabeverordnung, in *Leistungswirtschaft, Festschrift für Fr. Schmidt zum 60 Geburtstage*, Berlin 1942.
- W. F. M. Mansvelt, *Geschiedenis van de Nederlandsche Handel Mij 1824—1924* z. j.
- A. Mey, Eenige economische aspecten van het goodwill-probleem, in: *Goodwill, Juridisch, Fiscaal en Bedrijfseconomisch*, overdruk van *De Naamlooze Vennootschap XXII* jrg.
- J. L. Mey en P. M. M. H. Snel, *Theoretische Bedrijfseconomie* II, 's-Gravenhage 1947—51.
- J. L. Mey, *Beschouwingen over aard en omvang van de winst*, 's-Gravenhage 1948.
- J. L. Mey, Jr. Kapitaalhandhaving en Vervangingswaardetheorie, in *Maandschrift „Economie”*, 10 jrg. afl. 12, September 1946.
- *Weerstandvermogen en financiële reorganisatie van ondernemingen*, Amsterdam 1946.
- B. H. A. Meyerink, Wering van „vreemde” invloeden. De functie van Administratiekantoren, in *Maandschrift „Economie”*, 7e jrg. 1941/1942.
- J. Moser, *Een onderzoek naar de Kapitalisatie van enkele Nederlandsche Holding-Companies*, Proefschrift, Rotterdam 1921.

- J. H. Myers and A. J. Bakay, Influence of Stock split-ups on marketprice, in *Harvard Business Review*, March 1948.
- De Nederlandsche Volkshuishouding, Tijdschrift voor het Bedrijfsleven in het nieuwe Nederland, Hoofddred. Mr Dr H. J. von Brucken-Fock, 's-Gravenhage 5 jaargang Januari 1942. no. 3.
- H. A. van Nierop en G. Vlug, *Prae-adviezen over: Hebben de claim, bonus en dergelijke rechten, behorende tot aandelen in naamlooze vennootschappen, het karakter van kapitaal of burgerlijke vrucht?* 's-Gravenhage 1920.
- D. C. van der Poel, *Economische Encyclopaedie*, 3e druk, Utrecht 1949.
- N. J. Polak, *Enige Grondslagen voor de Financiering der Onderneming*, 5e druk, Haarlem 1933.
- *Enige Grondslagen voor de Financiering van de Onderneming*, II, De dekking en de prijs van het Crediet, Haarlem 1951.
- Geheime reserveringen, geheime en stille reserves, in *Maandschrift voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, 16e jrg. 1939, no. 10.
- W. Prion, *Selbstfinanzierung der Unternehmungen*, Berlin 1931.
- Karl Rauch, *Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln*, 3e Aufl. 1 Teil, Graz, 1947.
- H. P. W. van Ravestijn, Financieringsnorm, financieringsproject en financieringspractijk in de moderne tijd, in *De Naamloze Vennootschap*, jrg. 30 no. 3, December 1952.
- Kapitaal en Vermogen, in *Bedrijfsecon. Encyclopaedie*, Deel II.
- Enkele opmerkingen over de betekenis van de converteerbare obligatie als financieringsinstrument, in *De Naamloze Vennootschap*, Sept. 1953, jrg. 31 no. 6.
- Over de relatieve en absolute betekenis van het kapitaal in de bedrijfs-economie, in *Maandblad voor Bedrijfsadministratie*, jrg. 1947, blz. 127.
- Stockdividend, in *Bedrijfsecon. Encyclopaedie*, deel II.
- C. P. M. Romme en J. R. M. van den Brink, *Verbreiding van Privaat-Eigendom*, Amsterdam 1945.
- Th. H. Sanders, Inflation and Accounting in *Harvard Business Review*, 1952, no. 3.
- P. D. Sanderse, *Nota d.d. 30-10-52 inzake Heffing van Nederlandse inkomstenbelasting ter zake van split-ups van, uitkeringen van bonusaandelen, stockdividenden, scripts e.d. op certificaten van Amerikaanse aandelen.* (Niet in de handel.)
- E. Schmalenbach, *Die Aktiengesellschaft*, 7 Aufl. Köln 1950.
- *Die Beteiligungsfinanzierung*, 7 Aufl. Köln 1949.
- S. N. Siegel, Stockdividends, *Harvard Business Review*, October 1932.
- Sociaal Economische Raad, *Advies inzake de Verlenging van de Dividendbepijking*, 1953 publicatie no. 8.
- F. W. Spaanderman, Problemen rond het wetsontwerp herkapitalisatie, in *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, jrg. 1950, December.
- M. J. H. Smeets, Het openmaken van besloten naamlooze vennootschappen, in *Winst en Verlies, Het winstbegrip, nu en straks*, Amsterdam 1953.
- H. M. Spear, Dividend policies under changing price levels, *Harvard Business Review*, September 1949.
- Th. W. F. Speetjens, *Het kapitaal der N.V. naar Nederlandsch Recht*, Roermond 1947.
- C. N. Stabler, *How to read the Financial News*, New York 1951.
- W. B. Taylor, *Financial Politics of Business Enterprises*, New York-London 1942.
- E. Tekenbroek, Agio in het overgangsrecht van Dividend- en tantièmebelasting naar Winstbelasting, in: *Economische Opstellen, aangeboden aan Prof. Mr F. de Vries*, Haarlem 1944.

- K. Theisinger, Selbstfinanzierung, in *Leistungswirtschaft, Festschrift für F. Schmidt zum 60. Geburtstag*, Berlin 1942.
- U. Vaes, *La technique de financement des entreprises et spécialement des sociétés de capitaux*, Louvain, 1946.
- H. J. M. I. van der Ven, *Onderneming en winstdeling*, Leiden 1953.
- Tj. S. Visser, Notities bij Herkapitalisatie, in *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, 25e jrg. December 1951, no. 12.
- *Wat betekent de Wet op de Herkapitalisatie 1951?* Alphen a/d Rijn 1951.
- G. Flug, *Prae-advies over: Hebben de claim, de bonus en dergelijke rechten, behorende tot aandelen in naamloze vennootschappen, het karakter van kapitaal of burgerlijke vrucht?* 's-Gravenhage 1920.
- J. Vogel, Enige beschouwingen over goodwill en over het optreden van de accountant bij de waardebeoordeling daarvan, in *Opstellen ter gelegenheid van een kwart eeuw V.A.G.A.*, Rotterdam, 1951.
- Het Vraagstuk der Winstverdeling, Interim-rapport der Commissie*, ingesteld bij beschikking van de Minister van Sociale Zaken, d.d. 15 Juni 1948 (Commissie Bezitsspreiding) 's-Gravenhage 1952.
- G. van der Wal, De Differentiatie van Leiding en Financiering in de Naamloze Vennootschap, in *Economie en Maatschappij*, Opstellen geschreven ter gelegenheid van het 25 jarig bestaan van de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Universiteit van Amsterdam, Groningen z.j.
- De weg naar Vrijheid*, Rapport Plancommissie van de Partij van de Arbeid, Amsterdam 1951.
- J. H. Wesselings, *De Claim, Beschouwingen over het economische karakter van het claimrecht bij uitgifte van aandelen door naamloze vennootschappen*, Amsterdam, z.j.
- Wet op de Herkapitalisatie 1951*, uitgave van De Twentsche Bank N.V. te Amsterdam.
- D. E. Wilbur, A Study of the Policy of Dividend stabilisation, *Harvard Business Review*, April 1932.
- J. A. P. van Wijck, De Financieel-economische positie der Nederlandse koopvaardij, in *Econ. Stat. Berichten* van 5 Nov. 1952
- J. W. van der Zwaan, *Aandelenkoersen en Conjunctuur*, Utrecht 1954.



Bibliotheek K. U. Brabant



17 000 01328697 7

Dr K.W.A. BERVUETS: Bonusaandelen en Stockdividenden.
Een studie over het aandelenkapitaal en over uitkeringen in aandelen.
Bedrijfseconomische Monographiën, Deel XX. Leiden, Stenfert Kroese,
1955, 184 blz. - Prijs f 12.00 (Geb.)

Na een historisch overzicht waaruit blijkt dat de uitkering van bonusaandelen en van stockdividenden in Nederland een nieuw verschijnsel is dat zich vooral na 1945 heeft ontwikkeld, bestudeert Dr. Bervoets het wezen en de betekenis van het aandelenkapitaal. Het nominale kapitaal ener N.V. is niet alleen een juridisch begrip, maar het is ook een "financieringsfiguur" ; het heeft als dusdanig verschillende functies die door de schrijver afzonderlijk bestudeerd worden. Het staat tevens in een bepaald verband met het vermogen der N.V., en onder gegeven omstandigheden kan het wenselijk zijn deze verhouding te wijzigen. Normalerweise mag het nominale aandelenkapitaal niet groter zijn dan het maatschappelijk renderend vermogen, integendeel: dit laatste dient, omwille der voorzichtigheid, het nominale kapitaal in zekere mate te overtreffen. De marge tussen beide grootheden neemt veelal de vorm aan van reserves, en het is juist op basis van een gedeelte dezer geaccumuleerde reserves dat bonusaandelen gecreëerd worden. Het stockdividend daarentegen is, volgens de terminologie van Dr. Bervoets, een dividend dat aan de aandeelhouders niet in contanten, maar in de vorm van aandelen wordt uitbetaald. In de praktijk hebben fiscale overwegingen wel eens tot een vervaging van beide begrippen geleid.

Aan de bedrijfseconomische aspecten van beide soorten aandelen worden dan een honderdtal bladzijden gewijd. Schrijver onderzoekt vooral in welke omstandigheden hun creatie gewettigd is, en waarom de voorkeur nu eens naar het bonusaandeel, dan weer naar het stockdividend dient te gaan. Het ligt inderdaad voor de hand dat o.m. op financieel gebied, b.v. met het oog op de liquiditeitspositie der N.V., de weerslag van beide zeer verschillend is. Zeggen wij tenslotte nog dat Dr. Bervoets steeds verwijst naar de concrete ervaringen die men in Nederland op dit gebied opgedaan heeft. Het toepassingsveld is er overigens nog te beperkt om langs inductieve weg tot een samenhangende theorie te komen.

De betoogtrant van de schrijver is wel eens langzaam, maar hij raakt zoveel belangwekkende vraagstukken in verband met de financiering der N.V., aan, en zijn bedenkingen zijn zo evenwichtig en vaak diepgaand, dat het werk toch graag en vooral met veel nut zal gelezen worden door al wie iets met het leven van een vennootschap te maken heeft.

J.R.

Uit: Economisch en Sociaal Tijdschrift
9e jaargang, nr. 3
Juni-Augustus 1955. p. 179.